

La coopération internationale entre régulateurs de marchés financiers

Par Benoît de JUVIGNY

Secrétaire général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

et Françoise BUISSON

Directrice des Affaires européennes et internationales, Autorité des Marchés Financiers (AMF)

La coopération internationale est un élément désormais essentiel de la régulation financière. Elle n'est pas une fin en soi : elle vient se conjuguer aux composantes de base de la régulation : l'autorisation, la réglementation, la supervision, l'enquête et la sanction. L'internationalisation et l'interconnexion grandissante des marchés exigent des régulateurs qu'ils conduisent leur mission en veillant à maintenir un délicat dosage entre la protection des investisseurs et l'ouverture des marchés qu'ils régulent à des acteurs et produits provenant de pays étrangers. Dans ce contexte, la coopération internationale est à la fois une composante clé de l'efficacité de la régulation et un facteur susceptible de faciliter la conduite transfrontalière des activités de marché.

Au cours des quinze dernières années, la dimension internationale de la régulation et, partant, de la coopération à ce niveau est devenue très prégnante. Née du fait d'une internationalisation des transactions financières elle-même liée à la mondialisation des échanges économiques, cette coopération s'est accrue avec le développement des acteurs de dimension internationale. Elle s'est encore intensifiée sous l'effet de la crise financière qui s'est déclenchée en 2008 : cette dernière a confirmé la nécessité d'une plus grande coordination entre les politiques de régulation dans le monde, d'une part, pour prévenir de nouvelles failles et, d'autre part, pour assurer une égalité de concurrence entre les acteurs des différents pays et éviter les possibilités d'un recours à des arbitrages réglementaires.

La transformation du Forum de Stabilité Financière en un Conseil de Stabilité Financière (en 2009) et les appels récurrents des décideurs des pays du G20 en faveur d'initiatives concertées en matière de régulation depuis le Sommet de Pittsburgh (tenu en septembre de la même année) illustrent la prise de conscience des gouvernements quant à la nécessaire coordination de leurs actions pour renforcer le système international de régulation financière.

En Europe, la crise de 2008 a également eu l'effet d'un catalyseur, accélérant le renforcement institutionnel dont l'Union avait besoin pour pouvoir fonctionner plus efficacement. Le Système européen de supervision financière est né en

2011, il inclut le renforcement de la coopération entre autorités de marché au sein d'une nouvelle autorité européenne, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority* - Autorité européenne des marchés financiers). Pour les autorités nationales des pays membres de l'Union européenne, la dimension européenne de la régulation est aujourd'hui la norme et sa composante relative à la coopération est le ciment indispensable à la cohésion d'un marché unique des services financiers.

La réalité du métier de régulateur a changé considérablement au cours de ces dernières années. Qu'il s'agisse de veiller à l'intégrité du marché ou d'assurer la protection de l'épargne, il n'est plus possible pour les régulateurs de n'envisager leur action que dans un environnement purement national. Dans ce nouveau contexte, les régulateurs, telle que l'Autorité des Marchés Financiers, exercent leurs pouvoirs en agissant lorsque cela est possible sur le levier de la coopération internationale, au plan bilatéral comme au plan multilatéral.

L'ambition du présent article est, en partant de l'expérience de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), d'illustrer les différentes dimensions de la coopération entre régulateurs au regard de l'objet sur lequel elle porte et des formes qu'elle peut prendre, en montrant son évolution au cours des dernières années, et de souligner les voies qui, à notre avis, permettraient de renforcer à l'avenir l'efficacité de l'action coordonnée entre régulateurs.



Photo © Pascal SITTLER/REA

« Dans ce nouveau contexte, les régulateurs, telle que l'Autorité des Marchés Financiers, exercent leurs pouvoirs en agissant lorsque cela est possible sur le levier de la coopération internationale, au plan bilatéral comme au plan multilatéral. » De gauche à droite : Gérard Rameix, directeur général de l'AMF, Michel Prada, président de l'AMF, et Christine Lagarde, ministre de l'Économie, Paris, décembre 2008.

Une coopération internationale multiforme

Cette coopération, synonyme d'entraide et d'assistance, trouve tout d'abord à s'exprimer pour permettre les échanges techniques, dans l'apport d'expertise ou d'expérience dans des domaines où chacun peut apprendre de ses homologues et leur apporter son propre savoir-faire ;

Elle se traduit aussi dans l'élaboration de standards ou de principes communs, les régulateurs partenaires s'inspirant des cadres en place dans les autres juridictions, améliorant ainsi *in fine* la convergence entre les cadres réglementaires en vigueur ;

Elle est l'une des conditions à remplir pour permettre un accès en toute sécurité aux marchés et aux investisseurs locaux à des acteurs ou à des produits venant de pays étrangers et donc soumis à des réglementations différentes et placés sous des autorités de tutelle autres. Dans des contextes de marchés ouverts à des entités de pays tiers, elle peut également avoir pour finalité de faciliter la supervision d'entités opérant de manière transfrontière ;

Enfin, elle s'exprime dans le cadre des enquêtes conduites par les autorités du monde entier lorsque celles-ci se heurtent

à leurs frontières territoriales dans le cadre de leur mission de surveillance du respect de leurs règles.

L'expérience de l'AMF recouvre ces différentes formes de coopération qui s'expriment tant de manière bilatérale que multilatérale, et au plan européen comme international. La coopération est en effet un *continuum* dont les différents éléments sont complémentaires et tous indispensables à l'efficacité de tous les autres. Le défi est cependant de pouvoir mobiliser les moyens humains et financiers nécessaires pour développer ces différentes formes de coopération.

La coopération dans le cadre des enquêtes : la plus indispensable à l'action des autorités

La coopération dans le cadre des enquêtes est la forme la plus visible et sans doute la plus nécessaire à l'action des autorités : l'échange d'informations afin de permettre le respect des règles, dont chacun est responsable, est en effet devenu plus nécessaire que jamais en raison de l'internationalisation des marchés. Les actes sanctionnables impliquent souvent des comportements, des parties impliquées ou des preuves situés dans des pays étrangers. Les enquêtes servent en

priorité à réprimer les abus de marché et, en particulier, à rechercher les délits d'initiés, une mission qui a récemment pris une dimension internationale encore plus marquée. À l'origine organisé en bilatéral, ce type de coopération a donné lieu, il y a de cela un peu plus de dix ans, au développement de formes multilatérales propices à une plus grande robustesse et à l'homogénéité des procédures.

La coopération bilatérale

L'AMF, qui a repris les droits et obligations de la Commission des Opérations de Bourse (COB), est signataire d'une cinquantaine d'accords de coopération en matière d'échange d'informations avec des autorités homologues étrangères. Le premier fut signé en 1989, avec la *Securities and Exchange Commission* (SEC) des États-Unis. Ces accords ont pour objet d'organiser et de mettre en œuvre entre les signataires une procédure d'assistance mutuelle dans l'échange d'informations, de façon à leur permettre d'exercer leurs missions de surveillance des marchés financiers dans leurs juridictions respectives. Remplacés, en pratique, dans l'activité quotidienne de coopération au titre des enquêtes par les accords multilatéraux en vigueur par ailleurs, ils symbolisent les liens privilégiés qui unissent les signataires.

La coopération multilatérale

À ces accords bilatéraux sont venus s'ajouter deux accords multilatéraux sur la coopération et l'échange d'informations (l'un étant international et l'autre européen).

Sur le plan international, un accord multilatéral de coopération adopté en 2002 lie entre eux les membres de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Cet accord a pour objet d'organiser l'assistance mutuelle et l'échange d'informations destinés à permettre l'application et le respect des lois et réglementations en vigueur dans les juridictions des autorités signataires. Sa signature est une condition pour devenir membre de l'OICV. Il présente la particularité (qui en fait sa force) de subordonner l'obtention de la qualité de signataire par une autorité de régulation candidate à sa capacité de démontrer qu'elle est à même de coopérer et d'échanger des informations avec des autorités de pays tiers. Aujourd'hui, 103 régulateurs ont signé cet accord et les échanges d'informations ont crû de manière spectaculaire pour représenter près de 2 800 requêtes en 2013, soit quatre fois plus qu'en 2007.

Sur le plan européen, il convient tout d'abord de noter la spécificité que constitue le cadre législatif communautaire, premier facteur de convergence au titre de la coopération entre régulateurs et un élément indispensable à l'effectivité du marché unique des services financiers. En effet, chaque directive ou chaque règlement européen comporte aujourd'hui des dispositions en matière de coopération, d'échange d'informations, de confidentialité des informations... qui sont applicables aux régulateurs des États membres de l'Union. En outre, les textes législatifs européens sur les abus de marché constituent le socle indispensable à la lutte contre les délits d'initiés, les manipulations de cours et autres manquements.

Dans le même temps, les régulateurs européens se sont organisés, tout d'abord de leur propre initiative, au sein du premier forum de coopération, le *Forum of European Securities Com-*

missions constitué en 1997 sous l'impulsion de quelques-uns d'entre eux (parmi lesquels Michel Prada, alors Président de la COB), puis le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR), qui lui a succédé, a constitué un réseau des responsables de leurs services d'inspection permettant à ces derniers de mettre en commun les difficultés qu'ils rencontraient et de resserrer leur coopération transfrontière dans leur lutte contre les infractions boursières. Ils ont ensuite franchi une étape supplémentaire, en 2005, en mettant au point un accord multilatéral de coopération et d'échange d'informations, qui a été remplacé en 2014 par un nouvel accord multilatéral dans le contexte de l'ESMA (dont cette dernière est également signataire). L'innovation introduite par cet accord est le fait qu'à l'échange d'informations liées aux besoins des régulateurs dans le cadre de leurs enquêtes et de leurs contrôles s'ajoutent les échanges d'informations tels que les prévoient les textes sectoriels, y compris ceux relatifs à la coopération en matière de supervision (comme nous le verrons ci-après, par exemple, dans les règlements et directives sur les ventes à découvert, les marchés d'instruments financiers, les fonds alternatifs ou encore sur les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM)).

Coopération en matière de supervision : une évolution récente

Pour satisfaire aux besoins de coopération liés à des développements industriels tels que la constitution d'acteurs agissant de manière transfrontière (par exemple, le groupe Euronext) et répondre à la crise financière de 2008 qui a conduit à des réformes comprenant, entre autres, la régulation de marchés et d'activités qui ne l'étaient pas jusqu'alors (comme le marché des dérivés négociés de gré à gré ou OTC) ou encore les agences de notation), les régulateurs de marchés ont mis au point des modalités spécifiques d'organisation de leur coopération en matière de supervision : l'organisation de collèges de régulateurs et l'établissement d'accords de coopération dédiés à la supervision des acteurs concernés en sont les principaux exemples.

Les collèges de régulateurs

La constitution de collèges, par le biais d'accords entre autorités de surveillance destinés à promouvoir une meilleure compréhension des risques, à améliorer les échanges d'informations et à instaurer une coordination dans la supervision d'entités de dimension internationale, est une pratique établie dans le domaine prudentiel. Elle a été encouragée dès 2008 par le Forum de Stabilité Financière.

Sur le plan international, on peut noter, par exemple, les recommandations (publiées en 2013) de l'OICV relatives aux collèges de supervision des agences, qui portent sur les modalités de mise en place de tels collèges pour les principales agences agissant de manière transfrontière.

Dans un autre domaine de compétence de l'AMF, la constitution d'Euronext (en 2001) s'est accompagnée de la mise en place de modalités de coopération spécifiques entre les régulateurs des différentes entités du groupe. C'est ainsi qu'est

né le Collège des régulateurs d'Euronext, matérialisé par un accord signé entre les régulateurs néerlandais, français, belge et portugais sur la coordination de la régulation et du contrôle d'Euronext NV. Au gré des évolutions industrielles ultérieures du groupe Euronext, d'autres accords ont été signés afin d'instaurer la coordination de la régulation et le contrôle des marchés dérivés ou encore pour faciliter l'exercice de leurs missions respectives par les régulateurs concernés par la régulation d'Euronext lors de son rapprochement avec le *New York Stock Exchange* (NYSE - la Bourse de New York).

Le format « collège » a ensuite inspiré le législateur européen dans le cadre de la régulation des agences de notation ou encore dans celle des marchés de dérivés de gré à gré (*OTC – Over the counter*). C'est ainsi, par exemple, que le règlement EMIR relatif aux produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et aux référentiels centraux assigne à un collège d'autorités la surveillance des chambres de compensation ayant une activité transfrontière. Le texte consacre ainsi le caractère européen et coopératif de la surveillance des chambres selon un modèle déjà mis en œuvre pour la surveillance de la chambre de compensation française LCH. Clearnet SA.

Les accords de coopération en matière de supervision

Le caractère insuffisant de la coopération entre régulateurs dans le cadre de la surveillance des marchés et de leurs acteurs qu'a révélé la crise financière de 2008 a conduit à l'adoption de mesures tant au plan international qu'au plan européen.

Au niveau international, dans le cadre des travaux lancés pour proposer des réponses à cette crise, l'OICV a publié en 2010 des principes visant à améliorer la coopération et l'échange d'informations entre régulateurs de marchés en matière de surveillance quotidienne des marchés et de leurs acteurs. Les principes ainsi édictés sont assortis d'un accord-type qui a été utilisé dans la mise au point d'accords bilatéraux, notamment par l'AMF et par d'autres régulateurs européens dans leurs discussions avec des régulateurs de pays tiers pour assurer la supervision d'acteurs agissant de manière transfrontalière comme les chambres de compensation (LCH Clearnet SA en tant que *designated clearing house* aux États-Unis) ou les banques agissant en qualité de *swap dealers* en vertu du Dodd-Frank Act américain.

Au plan européen, comme indiqué plus haut, la coordination des régulateurs en matière de supervision des acteurs européens est traitée tant dans le cadre des textes législatifs sectoriels que *via* l'accord de coopération qui lie les membres de l'autorité européenne au sein de l'ESMA.

Dans l'environnement international actuel, la coopération en vue de l'élaboration de principes ou de normes de régulation revêt une importance cruciale

Au niveau international, en complément du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS), de l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance (IAIS), l'OICV est le normalisateur international chargé d'élaborer des standards

internationaux permettant d'assurer le bon fonctionnement, la transparence et l'intégrité des marchés financiers et la protection de l'investisseur. L'organisation joue un rôle majeur en faveur de la convergence des réglementations des marchés dans le monde. Ses Principes de régulation financière servent de référence au Fonds Monétaire International et à la Banque Mondiale pour la conduite de leurs programmes d'évaluation des systèmes financiers des pays membres du FMI. La mise en œuvre de ces standards élaborés en commun est l'un des objectifs auxquels s'engagent les membres de l'Organisation.

Parmi les évolutions les plus marquantes de ces dernières années, il convient sans nul doute de noter :

- la nécessité d'assurer une meilleure coordination du développement et de la mise en œuvre des standards internationaux, en particulier de manière trans-sectorielle (ce rôle étant dévolu au Conseil de Stabilité Financière) ;
- le besoin d'assurer la mise en œuvre effective des standards et des principes par les régulateurs de façon à assurer la sécurité du système financier mondial. Une vérification de la mise en œuvre des principes internationaux est ainsi menée tant au sein de l'Assessment Committee de l'OICV que par le Conseil de Stabilité Financière (CSF), en complément des évaluations du FMI ;
- plus récemment, au vu de l'expérience acquise dans la mise en œuvre des principes internationaux visant à réguler les marchés dérivés de gré à gré - un marché international s'il en est -, le besoin s'est également fait sentir d'assurer une plus grande convergence entre les cadres réglementaires des différentes juridictions, ce qui passe aussi par la nécessité de favoriser une plus grande granularité des standards internationaux. Seraient ainsi facilitées la comparabilité des régimes des différentes juridictions et la détermination de l'équivalence entre ces régimes.

Nul n'est besoin de rappeler ici le *modus operandi* qui préside à l'élaboration de la législation européenne, y compris en matière financière. Nous résumerons en disant que tout ne s'est pas fait en un jour. Si la crise de 2008 a eu pour conséquence, entre autres, la création de trois autorités européennes (dont l'ESMA), il importe de rappeler l'importance qu'eut l'ambition de ceux qui, en 1997, avaient traduit leur souhait de plus de coopération à travers la création du *Forum of European securities commissions* (FESCO) mis en place sous l'impulsion notamment du Président de la Commission des Opérations de Bourse, Michel Prada. Aujourd'hui, une des missions essentielles de l'ESMA est de contribuer au *single rulebook* européen. En rédigeant des projets de normes techniques qu'elle soumet à la Commission (qui les homologue, en quelque sorte, avec un droit de regard du Parlement européen et de la Commission), l'ESMA contribue directement à la formulation de la législation et de la réglementation européennes, au plus près des besoins de supervision. Cela est un élément majeur, car les enjeux liés aux textes préparés par l'ESMA sont importants, ces actes réglementaires assurant l'efficacité du droit communautaire en précisant dans le détail les règles générales définies par les directives ou les règlements. Il s'agit là d'une étape clé sur la voie de la convergence européenne.

La coopération technique, pilier essentiel de l'action internationale des régulateurs

Dans un contexte où les modèles de régulation sont en concurrence, la politique de coopération technique est un vecteur important pour les régulateurs, qui peuvent ainsi faire connaître leur modèle de régulation. Cette coopération est de nature à favoriser une meilleure connaissance mutuelle entre régulateurs, laquelle est propice à l'instauration d'une plus grande confiance, à faciliter les reconnaissances de produits ou d'acteurs et, par la suite, le développement de flux d'affaires. Le dialogue ainsi noué leur permet de tisser des liens utiles dans le cadre des discussions au sein des enceintes multilatérales.

Les outils déployés à cette fin ressortissent généralement à des actions de formation, à des échanges de pratiques, à des séminaires, à des rencontres organisées en association avec les professionnels, autant de dispositifs généralement mis en œuvre dans le cadre d'accords bilatéraux de coopération technique entre régulateurs.

Ce type de coopération peut également s'exprimer de manière multilatérale. L'AMF a ainsi développé au cours des années 2000 deux structures de coopération multilatérale : l'Institut francophone de la régulation financière (IFREFI) et le Partenariat méditerranéen. L'un et l'autre ont pour but de favoriser entre les membres l'échange de points de vue tirés de leur expérience de la régulation financière, d'organiser des formations, de discuter de l'évolution des marchés financiers au sein des pays membres, ainsi que du rôle et des missions des autorités régulatrices. La spécificité de la première structure est de permettre à ses membres de tirer pleinement avantage des liens privilégiés qui les unissent à travers leur usage commun du français et, souvent, de cadres légaux très similaires. La seconde a pour objet de faciliter les échanges entre les régulateurs de pays bordant la Méditerranée en favorisant une convergence autour des exigences de la réglementation européenne et en développant une culture commune de supervision et de contrôle.

Ces différentes formes de coopération constituent-elles une palette d'outils suffisamment variés pour assurer l'efficacité de la régulation aujourd'hui ? Quels sont les progrès à réaliser ?

Les préoccupations des régulateurs telles qu'exprimées par le Conseil de Stabilité Financière aux leaders du G20 à l'oc-

casion du dernier sommet, à Brisbane, touchent à la nécessité d'éviter une fragmentation des cadres réglementaires néfaste à la conduite efficace de ces activités de manière transfrontière. Des progrès sont donc encore nécessaires en termes de développement de mécanismes de coopération entre régulateurs afin d'assurer la convergence et la non-duplication des règles.

Tout d'abord, il est nécessaire de disposer de standards internationaux dont la granularité permette d'aboutir à une régulation transfrontière effective, c'est-à-dire :

- des règles qui soient cohérentes et s'articulent entre elles, ce qui permettrait ensuite leur reconnaissance par les juridictions concernées ;
- une coopération en matière de supervision reposant sur la confiance mutuelle.

Ensuite, il faut mettre au point des outils (tels que des principes) qui guideront les approches transfrontières des régulateurs. Aujourd'hui, les approches utilisées dans le monde varient, allant d'un traitement national (qui ne tient aucun compte de l'éventuelle régulation de l'acteur ou du produit concerné dans une autre juridiction) à des approches de reconnaissance mutuelle dans lesquelles chacun s'appuie sur l'équivalence du cadre réglementaire de l'autre juridiction et sur la supervision assurée par le régulateur local. Il faut reconnaître qu'aujourd'hui nous ne disposons pas de principes ni de critères communs pour déterminer l'équivalence ou la comparabilité des cadres réglementaires. Lorsqu'une telle approche est adoptée, chacun établit l'équivalence de l'autre sur la base de son propre cadre réglementaire. Les limites de ce système, appliqué aux activités de dérivés OTC, sont bien connues et impactent directement la conduite de ces activités.

Des réflexions sur ces questions difficiles sont en cours au sein de l'OICV, et l'AMF y contribue activement en portant ces messages. Il convient de ne pas encourager la fragmentation de la régulation et le repli sur les cadres nationaux (chacun souhaitant assurer la primauté de son propre système), mais, au contraire, un juste équilibre et une approche de reconnaissance et de confiance mutuelle entre juridictions, seul à même d'accompagner le développement des marchés. Au service des économies.