

La structure de la réglementation des marchés financiers : survol de la littérature

Christine Fay et Nicolas Parent

La structure de la réglementation des marchés canadiens des valeurs mobilières suscite bien des débats au sein des administrations fédérale et provinciales et parmi les commissions provinciales des valeurs mobilières, les participants du secteur privé et les chercheurs. Bien qu'elle ne soit pas directement impliquée dans ces discussions, la Banque du Canada se soucie de l'efficacité de ces marchés au Canada. Le présent article passe en revue certaines des questions soulevées dans les études consacrées à la structure organisationnelle de la réglementation des marchés financiers.

Les progrès technologiques rapides, la mondialisation des marchés et la complexité croissante des innovations financières ne sont que quelques-uns des facteurs qui ont transformé en profondeur le paysage financier international. Devant l'ampleur des changements qui se sont opérés tant à l'échelle nationale que mondiale, de nombreux pays ont commencé à se demander si leurs structures de réglementation financière étaient toujours appropriées, et certains ont déjà procédé à des réformes majeures à cet égard.

Dans les années 1980, les mutations rapides subies par le secteur canadien des services financiers avaient mené à un certain nombre de restructurations¹. Plus récemment, toutefois, le point de mire des réformes s'est déplacé vers la réglementation des valeurs mobilières et des marchés financiers en général. Au cours des dix dernières années, les organismes de réglementation provinciaux et autres ont lancé différentes initiatives qui couvrent non seulement le développement des marchés financiers, mais aussi l'harmonisation des réglementations en matière de valeurs mobilières entre les diverses autorités canadiennes. Dernièrement, un mouvement s'est dessiné en faveur d'une refonte majeure de la structure de la réglementation des marchés des titres, afin que cette dernière soit mieux adaptée aux nouveaux contextes national et international. (Voir l'Encadré 4 à la page 25.)

Face à des changements aussi nombreux et complexes, il est judicieux de prendre du recul et d'examiner les études réalisées dans ce domaine. Le présent article met en lumière certaines des questions abordées dans la littérature qui présentent

un intérêt dans le débat entourant la réglementation des marchés financiers et des valeurs mobilières. Bien que certains des travaux considérés soient de portée générale et concernent l'ensemble du secteur financier, nous nous sommes efforcés d'en tirer des leçons utiles au regard de la structure de la réglementation des valeurs mobilières.

Nous expliquons d'abord pourquoi la structure de la réglementation est importante, après quoi nous donnons un aperçu des trois principales approches dans ce domaine : l'approche institutionnelle, l'approche fonctionnelle et l'approche par objectifs. Un autre aspect à considérer est celui de la concurrence en matière de réglementation, c'est-à-dire le nombre d'instances (ou d'organismes) de réglementation qui sont responsables d'un compartiment particulier du marché financier. Nous examinons cet aspect en pesant les avantages et les désavantages des régimes où la réglementation est assurée par plusieurs autorités mises en concurrence au lieu d'un organisme unique. Enfin, nous faisons état de certains enjeux liés aux organismes d'autorégulation.

L'importance de la structure

Goodhart et coll. (1998) affirment que la structure réglementaire agit avant tout sur l'efficacité générale de la réglementation et de la surveillance en raison de l'expertise, de l'expérience et de la culture qu'acquiert les organismes chargés de ces activités. Les autres grands facteurs à prendre en compte dans le choix d'une structure sont la capacité de celle-ci à résoudre les différends, son coût ainsi que les problèmes de chevauchement des compétences (ou de double emploi) et de vide réglementaire (lorsque des aspects d'ordre opérationnel ou institutionnel sont oubliés).

1. Voir Freedman et Goodlet (2002) et Daniel (2002-2003).

Une réforme de la structure n'est toutefois pas une fin en soi, et elle ne saurait être garante d'une meilleure réglementation. Son efficacité dépend aussi dans une large mesure de la compétence et du jugement de ceux qui en sont responsables (McDonald, 1996). En outre, la structure elle-même ne doit pas être vue comme le principal déterminant d'une bonne réglementation. Dans les faits, des éléments comme la clarté des rôles et des responsabilités ainsi que l'échange de renseignements entre les organismes peuvent se révéler plus importants encore.

Enfin, il faut admettre qu'il n'existe pas une seule structure universelle « parfaite ». Des modèles différents peuvent fort bien convenir à divers pays, voire à une même économie, et ceux-ci peuvent être appelés à changer au fur et à mesure que la conjoncture financière nationale et internationale évolue.

Les différentes approches en matière de réglementation financière

La littérature fait état de trois grandes tendances en matière de réglementation des marchés financiers : l'approche institutionnelle, l'approche fonctionnelle et l'approche par objectifs. En pratique, le système retenu peut combiner des caractéristiques de ces trois modèles.

Les approches traditionnelles

L'approche institutionnelle (par type d'entreprise) et l'approche fonctionnelle (par type d'activité) ont été les plus utilisées jusqu'ici pour définir la structure de la réglementation².

Comme la réglementation institutionnelle couvre individuellement chaque catégorie d'intermédiaires financiers, elle se révèle particulièrement utile pour résoudre des questions de nature prudentielle. Habituellement, toute la gamme des activités d'un type donné d'institutions est placée sous la responsabilité d'une autorité de réglementation distincte. Chaque intermédiaire n'ayant à traiter qu'avec un seul organisme, il est possible d'éviter les chevauchements et même de réduire les coûts de la réglementation. Toutefois, compte tenu de l'intégration accrue des marchés et du cloisonnement de moins en moins étanche des différentes

catégories d'intermédiaires, il existe évidemment un risque que des institutions s'acquittant de fonctions similaires soient assujetties à des règles différentes, ce qui peut occasionner un problème de neutralité en matière de concurrence.

L'approche fonctionnelle, en revanche, est centrée sur les activités des entreprises. Macey et O'Hara (1999), Merton et Bodie (1995) ainsi que Steil (2001) sont parmi les tenants de ce type de réglementation. Macey et O'Hara y voient trois principaux avantages : les mêmes règles sont appliquées à l'ensemble des intermédiaires se livrant aux mêmes activités; les sociétés ont la possibilité de choisir les services précis qu'elles souhaitent offrir; les conditions les plus propices à l'innovation financière règnent du fait que les compétiteurs jouissent d'une marge de manœuvre maximale, conformément aux objectifs de la réglementation. D'autres auteurs, par contre, sont d'avis que l'approche fonctionnelle risque d'entraîner une spécialisation excessive des compétences parmi les autorités réglementaires, de telle sorte qu'on perdrait de vue la situation d'une institution dans son ensemble.

Goodhart et coll. (1998) soutiennent qu'il peut être trompeur de vouloir opérer une dichotomie stricte entre les approches institutionnelle et fonctionnelle, étant donné que chacune vise des buts différents. Comme le risque de défaillance guette l'institution au complet, dans les faits il est nécessaire, pour des raisons prudentielles, que celle-ci soit régie d'une manière qui assure sa fiabilité et sa viabilité. La réglementation fonctionnelle, pour sa part, s'intéresse à la façon dont les intermédiaires se livrent aux divers aspects de leurs activités et se comportent envers leurs clients. Pour que la neutralité en matière de concurrence soit maintenue, la réglementation concernant la conduite des affaires doit s'appliquer à des champs d'activité particuliers, indépendamment du type d'institution concerné. Si la réglementation prudentielle peut être administrée par différents organismes, les règles gouvernant la conduite des affaires, pour être équitables, doivent être appliquées par une seule autorité.

L'approche par objectifs

L'approche par objectifs, que préconisent entre autres Taylor (1995, 1996), Goodhart et coll. (1998) ainsi que Di Giorgio et Di Noia (2001), est un autre schéma qui a été étudié récemment et qui a inspiré le modèle organisationnel de la réglementation en Australie. Cette approche part du principe que l'ensemble des intermédiaires et des marchés sont soumis à la surveillance de plus d'un organisme étant chacun responsable d'un objectif

2. Le débat sur l'opportunité d'appliquer une réglementation fonctionnelle ou institutionnelle aux entités financières ne date pas d'hier. La question a déjà été soulevée par le Conseil économique du Canada en 1976, et par le gouvernement fédéral dans son Livre vert de 1985 et son Livre bleu de 1986. (Voir la bibliographie.)

précis de la réglementation, et ce, peu importe le statut juridique de l'intermédiaire ou la nature de ses activités. Le but est d'établir une structure qui cadre avec les objectifs de la réglementation tout en favorisant une poursuite aussi efficace et efficiente que possible de ceux-ci. Cette formule est « particulièrement efficace dans le contexte d'un marché hautement intégré, où des opérateurs, des conglomerats et des groupes multifonctionnels sont actifs dans toute une gamme de secteurs » [traduction] (Di Giorgio et Di Noia, 2001).

Le modèle bipolaire (« twin peaks ») proposé par Taylor (1995) pour le système financier (y compris les marchés financiers) du Royaume-Uni est un exemple de l'approche par objectifs. Ce modèle fait appel à deux organismes de réglementation seulement : le premier veille à la solidité du système financier, tandis que le second se consacre exclusivement à la protection des consommateurs. L'auteur estime que cette formule est avantageuse à plus d'un titre : elle élimine le chevauchement des compétences, permet de clarifier les objectifs des autorités compétentes, prévoit des mécanismes de règlement en cas d'incompatibilité des buts visés et favorise un processus de réglementation ouvert et transparent, dont il faut rendre compte publiquement.

Au sujet du modèle bipolaire de Taylor, McDonald (1996) souligne que l'argument relatif au nombre d'organismes de réglementation semble s'appuyer sur la prémisse que chacun est responsable d'un seul objectif; or, fait-il observer, les notions de protection des consommateurs et de risque systémique ne peuvent être dissociées aussi facilement. Goodhart et coll. (1998) jugent pour leur part que le modèle de Taylor est trop vaste. Selon eux, des différences majeures distinguent encore les diverses catégories d'entreprises, et ces dernières conservent habituellement un champ d'activité dominant même lorsqu'elles se sont diversifiées. Les risques, disent-ils, diffèrent suffisamment d'un secteur à l'autre pour justifier des approches distinctes en matière de réglementation prudentielle. Goodhart et coll. plaident plutôt en faveur d'une multiplicité d'autorités réglementaires. Ils préconisent la création de pas moins de six organismes : un qui s'occuperait de la concurrence, les cinq autres se consacrant au risque systémique, à la réglementation prudentielle non systémique, à la conduite des activités de détail, à la conduite des activités de gros et aux marchés boursiers.

Briault (1999) fait remarquer que les modèles axés sur les objectifs, pour attrayants qu'ils puissent paraître à première vue, ne permettent pas de résoudre les inefficiences ni les problèmes de

communication et de coopération qui se posent lorsque plusieurs organismes de réglementation coexistent. Il critique tout particulièrement l'approche de Taylor, estimant que la distinction entre réglementation prudentielle et réglementation de la conduite des affaires n'est pas aussi claire et simple, en réalité, que le modèle de ce dernier le laisse croire. Quant à la structure proposée par Goodhart et coll., elle s'apparente selon lui beaucoup à l'approche fonctionnelle, entre autres parce que de nombreuses firmes seraient soumises à la surveillance de plus d'une autorité.

Débat concernant le nombre optimal d'organismes de réglementation et la concurrence entre ces derniers

Deux tendances intéressantes se dégagent du débat entourant le nombre optimal d'organismes de réglementation. D'une part, les chercheurs des milieux universitaires s'intéressent aux bienfaits qu'un regroupement des autorités réglementaires est susceptible d'apporter, et un certain nombre de pays ont adopté des réformes afin de réduire le nombre d'organismes chargés d'encadrer les institutions financières. C'est le cas du Royaume-Uni, qui a décidé de confier à une seule instance le soin de réglementer l'ensemble du système financier, y compris les marchés des valeurs mobilières. D'autre part, de plus en plus d'études sont publiées aux États-Unis sur les avantages associés à une concurrence accrue entre les organismes de réglementation dans le secteur des valeurs mobilières.

Réglementation par un seul organisme

Caractéristique des premiers stades du développement des marchés financiers, le modèle de l'organisme de réglementation unique fait un retour dans les pays industrialisés, notamment au Royaume-Uni.

Goodhart et coll. (1998) dressent la liste des avantages liés à un tel régime :

- Gains d'efficacité : économies d'échelle et de gamme (synergies) censées se traduire par une diminution de coûts (bien qu'une faible part du coût total de la réglementation soit vraisemblablement attribuable aux institutions mêmes). Ce régime permet également d'allouer avec plus d'efficacité et d'efficacité des ressources limitées et ainsi de réduire les coûts de la surveillance qui sont imposés aux

entreprises, ces dernières n'ayant à traiter qu'avec une seule entité.

- Amélioration de la transparence et de la responsabilité, du fait qu'une structure de réglementation simple devrait être facilement reconnue et comprise par les entreprises et les consommateurs visés, et inciter les autorités à une plus grande responsabilité (ne serait-ce que parce qu'il leur est plus difficile de se dérober à leurs obligations).
- Meilleure surveillance des entreprises dont les activités sont diversifiées.
- Possibilité d'éviter des problèmes tels que les conditions de concurrence inégales, le manque d'uniformité, les chevauchements et doubles emplois ainsi que les vides réglementaires.
- Capacité accrue de retenir et de mettre à profit des compétences spécialisées.

Selon la littérature, cependant, certains de ces avantages ne se matérialiseront pas nécessairement dans la pratique. Par exemple, les clivages existant entre les groupes de spécialistes, au sein de l'organisme unique, pourraient occasionner des problèmes de communication, de coordination et de cohérence qui empêcheraient la réalisation d'économies d'échelle et de gains d'efficacité.

Les opposants au concept d'une méga-agence avancent entre autres les arguments suivants :

- L'organisme a trop de pouvoirs et la bureaucratie y est excessive (Goodhart et coll., 1998).
- L'autorité risque de ne pas se focaliser de façon claire sur les objectifs et la raison d'être de la réglementation et d'omettre de faire les distinctions requises entre les différents types d'institutions (Goodhart et coll., 1998).
- Les différences considérables qui distinguent les besoins des consommateurs sur le marché de détail et ceux des opérateurs aguerris actifs sur le marché de gros, ainsi que les techniques et styles de gestion fort particuliers qu'exigent la réglementation prudentielle et la réglementation de la conduite des affaires, peuvent occasionner une incompatibilité des objectifs ainsi que des conflits d'ordre culturel (Taylor, 1995).
- Les instances politiques sont les plus compétentes pour régler les situations où il y a contradiction entre les objectifs, le processus de résolution exigeant que des jugements soient portés au sujet des enjeux politiques en cause (Taylor, 1995; Goodhart et coll., 1998).

- Il peut y avoir risque moral si le public en vient à croire que les démarcations entre les risques inhérents aux différentes catégories d'institutions financières n'existent plus ou sont moins nettes (Goodhart et coll., 1998).
- Si un organisme unique adopte un régime de réglementation inadéquat, les coûts de conformité et les coûts structurels de la réglementation peuvent augmenter, même si les frais de fonctionnement des agences concernées diminuent.

Deux études récentes se penchent sur les résultats obtenus par les pays qui se sont engagés dans la voie d'une réglementation plus intégrée. Taylor et Fleming (1999) concluent que, au bout d'une décennie, les trois pays scandinaves qui ont adopté le modèle à organisme de réglementation unique avaient réalisé des gains d'efficacité et des économies d'échelle, mais avaient peu amélioré la coordination de la supervision des conglomerats. Examinant l'expérience de la Financial Services Authority (FSA) au Royaume-Uni, Briault (2002) constate que les signes préliminaires sont encourageants mais signale qu'il est trop tôt pour tirer des conclusions. Cet organisme, notamment, a réalisé des économies d'échelle et atteint un degré d'intégration qui lui est profitable. De plus, Briault est d'avis que l'expérience de la FSA montre que, dans la plupart des cas, il n'y a aucune incompatibilité entre les objectifs de la réglementation prudentielle et ceux de la réglementation de la conduite des affaires, celles-ci visant toutes deux à protéger les consommateurs. Selon lui, lorsque des différends sont apparus, la FSA a su trouver un juste milieu en s'appuyant sur un cadre adéquat de reddition de comptes et de gestion des objectifs.

Organismes de réglementation concurrents

D'après certains chercheurs, une réglementation imposée par une autorité, plutôt que dictée par les forces du marché, risque de ne pas être optimale. Lorsqu'un organisme de réglementation est en situation de monopole, comme c'est souvent le cas, on connaît moins bien les exigences des consommateurs quant au type et à l'ampleur de la réglementation et ce qu'ils sont prêts à payer à cet égard. D'aucuns estiment donc que la concurrence peut aider à définir le degré optimal de réglementation. Ils considèrent également que la diversité des approches découlant de la présence de concurrents est riche d'enseignements (Goodhart et coll., 1998).

Le débat qui divise les milieux universitaires sur les avantages d'une concurrence accrue en matière de réglementation des valeurs mobilières s'articule autour de l'opposition entre le scénario de l'atteinte de la réglementation optimale et celui d'un assouplissement indu de la réglementation.

Les tenants du premier scénario font valoir que la concurrence stimule la souplesse et l'innovation, en plus de protéger contre la surréglementation. Dans son plaidoyer en faveur de la concurrence parmi les organismes de réglementation des services financiers, Kane (1987) souligne en outre qu'un tel aménagement tend à atténuer les excès de sévérité de la part des organismes de réglementation lorsqu'une crise ou un scandale éclate.

À l'inverse, les partisans du second scénario estiment que la concurrence entraîne un assouplissement indu de la réglementation, où les autorités relâchent à l'excès leurs exigences individuelles dans l'espoir d'élargir leur clientèle.

Dans un texte fondateur, Romano (1998) développe des arguments favorables à l'institution d'un cadre au sein duquel les administrations des États des États-Unis seraient autorisées à concurrencer le gouvernement fédéral dans deux secteurs de la réglementation des valeurs mobilières :

- 1) l'inscription des titres et l'établissement d'un régime de divulgation à l'intention des émetteurs;
- 2) la lutte contre les fraudes.

Dans l'architecture proposée par l'auteur, chaque émetteur choisirait de quelle autorité (fédérale ou étatique) il relèverait et il ne traiterait qu'avec celle-ci, de sorte qu'il se créerait un véritable marché de la réglementation. Romano soutient que les règles qui en résulteraient correspondraient davantage aux préférences des investisseurs, eux dont les décisions constituent la force motrice des marchés financiers et qui savent mieux qu'aucune entité gouvernementale quelle réglementation sert leurs intérêts. Un tel aménagement encouragerait l'innovation et, en définitive, lorsque les différences marquant existant entre les divers émetteurs font que le type de régime de réglementation approprié varie considérablement de l'un à l'autre, il permettrait aux émetteurs et aux investisseurs de choisir eux-mêmes la structure la mieux adaptée à leurs particularités.

En soi, la concurrence ne va pas nécessairement à l'encontre de l'harmonisation à l'échelle internationale. Romano laisse même entendre que, dans un contexte de concurrence où émetteurs et investisseurs n'optent pas pour la diversité, il y a uniformisation naturelle de la réglementation, sans que l'État n'ait à intervenir. En d'autres termes, le

« fédéralisme concurrentiel » n'accentuerait pas forcément les disparités entre les régimes de réglementation. Ainsi, il est probable que les régimes de divulgation les plus valables se répandraient parmi les États.

MacIntosh (2002) se déclare en faveur d'un régime de passeport pour le marché canadien des valeurs mobilières et estime que la réglementation par un organisme unique présente tous les défauts généralement associés aux monopoles. À l'instar de Romano, il s'inscrit en faux contre le scénario de l'assouplissement de la réglementation. Il fait également valoir que le droit des sociétés, dont le fonctionnement ressemble fortement à celui du droit des valeurs mobilières, repose sur un système d'examen concerté depuis plus d'un siècle.

Fox (2001) compte parmi les critiques les plus virulents de la concurrence dans le domaine de la réglementation. Il croit notamment que l'abandon, aux États-Unis, du régime actuel de divulgation obligatoire relatif aux titres du gouvernement fédéral provoquerait un assouplissement indu de la réglementation qui réduirait sans doute le bien-être économique du pays. Il insiste sur le fait que la divulgation d'information peut désavantager un émetteur par rapport à ses concurrents et lui imposer des coûts. Si les émetteurs avaient le choix de leur régime de réglementation, ils en adopteraient vraisemblablement un dont les exigences de divulgation ne seraient pas optimales sur le plan social, car leurs coûts internes de divulgation sont supérieurs aux coûts sociaux d'un tel acte.

Coffee (1995) porte un jugement négatif sur la concurrence en matière de réglementation à la lumière de l'expérience vécue par la Securities and Exchange Commission et la Commodity Futures Trading Commission. Il conclut que, dans le contexte actuel d'intensification de la concurrence sur la scène internationale, la mise en concurrence d'organismes de réglementation nationaux ne saurait produire que des gains modestes, tandis que les coûts, peut-être sous-estimés, pourraient se révéler considérables. Il admet que la concurrence peut comporter des avantages théoriques, mais ceux-ci supposent la conjonction d'un certain nombre de conditions, dont : 1) la capacité des entreprises de changer d'organisme de réglementation sans devoir assumer des coûts élevés, afin de limiter les inefficiences; 2) la délimitation stricte des pouvoirs, qu'aucun organisme ne pourrait outrepasser; 3) la pratique d'une concurrence réelle entre les organismes, et non pas d'une collusion. Or, l'auteur constate que ces conditions sont

rarement réunies dans la pratique, et il déplore que les défenseurs de la concurrence ne mettent en évidence que les avantages qu'une rivalité entre organismes de réglementation peut procurer à la clientèle.

Autoréglementation ou surveillance publique

Les organismes d'autoréglementation tiennent une grande place dans de nombreux pays, dont le Canada, où ils jouent un rôle de premier plan dans le façonnement des marchés des valeurs mobilières. Les réformes adoptées par beaucoup d'États suscitent toutefois un débat sur l'opportunité d'intégrer (ou de maintenir) ces organismes dans les nouvelles structures. Le Royaume-Uni, par exemple, les a entièrement rayés de son cadre actuel. Aussi importe-t-il de peser le pour et le contre de l'autoréglementation, d'évaluer son rôle et de définir le type d'environnement qui s'y prête le mieux.

Pour donner les meilleurs résultats, l'autoréglementation suppose, en principe, que les parties à une transaction possèdent, à peu de choses près, les mêmes connaissances ainsi que le même degré d'information et de pouvoir de négociation. Tous les investisseurs, qu'ils soient des professionnels ou de simples particuliers, ont intérêt à ce que le marché fonctionne de façon équitable, adéquate-ment transparente, ordonnée et efficiente, sans abus ni actes fautifs. Les investisseurs professionnels, en particulier, ont tout à gagner de l'intégrité du marché. C'est pourquoi on considère généralement que la réglementation générale des bourses doit faire une large part à l'autoréglementation. Un organisme de surveillance doit cependant veiller à l'absence de pratiques anticoncurrentielles dans les transactions autoréglementées.

Aggarwal (2001) ainsi que Domowitz et Lee (1998) voient plusieurs avantages à l'autoréglementation par rapport à la réglementation gouvernementale :

- les organismes d'autoréglementation liés aux activités des participants ont un intérêt plus marqué et plus direct à préserver l'intégrité du marché;
- la présence de « personnes de terrain » est susceptible d'enrichir le savoir et l'expérience de l'autorité de réglementation;
- il est plus facile pour un marché de s'autodiscipliner et d'accepter les règles qu'il s'est lui-même imposées;
- les organismes gouvernementaux n'ont pas toujours les ressources financières ou humaines nécessaires au plein exercice de leurs fonctions;
- grâce à leur grande proximité avec les marchés, les organismes d'autoréglementation peuvent surveiller plus efficacement de nombreux types de comportements et d'activités qui échappent à l'emprise de la loi. Leur souplesse et leur plus grande sensibilité aux besoins des marchés les aident également à établir des règles appropriées.

Malgré les avantages qu'elle comporte, l'autoréglementation reste source de défis. Le plus intéressant d'entre eux tient aux rôles multiples que les organismes d'autoréglementation sont appelés à jouer et qui peuvent les amener à privilégier leur intérêt au détriment de celui du public. Les risques de conflit d'intérêts inhérents à l'autoréglementation rendent nécessaire la surveillance des pratiques des organismes d'autoréglementation, notamment sur le plan de la gouvernance.

Conclusions

Ce tour d'horizon de la littérature relative à la structure de la réglementation des valeurs mobilières met en lumière la diversité des points de vue sur une éventuelle formule optimale de réglementation. Bien qu'aucune solution unique ne ressorte, la littérature a tout de même le mérite d'éclairer le débat actuel sur la question. D'un côté, on observe une tendance à concentrer les responsabilités de réglementation au sein d'une poignée d'organismes, voire d'un seul. Si les avantages et les inconvénients d'une telle approche sont bien connus sur le plan théorique, la recherche empirique, en revanche, n'en est encore qu'à ses balbutiements. Par ailleurs, certains auteurs avancent des arguments théoriques solides en faveur d'une concurrence accrue, mais, là encore, force est d'admettre que les implications pratiques restent à explorer.

Beaucoup d'interrogations demeurent sans réponse, et la théorie économique semble offrir peu de balises dans ce domaine complexe. Les études empiriques et les travaux de recherche à venir devraient lever le voile sur ces questions à mesure que l'on disposera de plus de données sur les réformes entreprises par certains pays.

Ouvrages et articles cités

- Aggarwal, R. (2001). « Regulatory Infrastructure Covering Financial Markets ». In : *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, sous la direction de R. E. Litan et R. Herring, Washington (D.C.), Brookings Institution Press.
- Briault, C. (1999). « The Rationale for a Single National Financial Services Regulator », *Financial Services Authority, Occasional Paper Series*, n° 2 (mai).
- _____ (2002). « Revisiting the Rationale for a Single National Financial Services Regulator », *Financial Services Authority, Occasional Paper Series*, n° 16 (février).
- Canada. Ministère des Finances (1985). « La réglementation des institutions financières du Canada : propositions à considérer », Catalogue F2-63 (avril).
- _____ (1986). *Le secteur financier : nouvelles directions*, Catalogue F2-2.
- _____ (2003). *C'est le temps d'agir*.
- Coffee, J. (1995). « Competition versus Consolidation: The Significance of Organizational Structure in Financial and Securities Regulation », *The Business Lawyer*, vol. 50, p. 447-484.
- Daniel, F. (2002-2003). « L'évolution récente de la législation financière du Canada », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 3-17.
- Di Giorgio, G., et C. Di Noia (2001). *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: A Four-Peak Proposal*, Financial Institutions Center Working Paper n° 01-02, The Wharton School Financial Institutions Center, Université de Pennsylvanie.
- Domowitz, I., et R. Lee (1998). *The Legal Basis for Stock Exchanges: The Classification and Regulation of Automated Trading Systems*, Working Paper Series, Université de l'État de Pennsylvanie.
- Fox, M. B. (2001). « The Issuer Choice Debate », *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, p. 563-611.
- Freedman, C., et C. Goodlet (2002). *The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments*, Rapport technique n° 91, Banque du Canada.
- Goodhart, C., P. Hartmann, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez et S. Weisbrod (1998). *Financial Regulation Why, How and Where Now?*, Londres, Routledge.
- Kane, E. (1987). « Competitive Financial Reregulation: An International Perspective ». In : *Threats to International Financial Stability*, sous la direction de R. Portes et A. Swoboda, Cambridge, Cambridge University Press, p. 111-145.
- Macey, J., et M. O'Hara (1999). « Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective », *Journal of Legal Studies*, vol. 28, p. 17-54.
- MacIntosh, J. G. (2002). « The Future of Canadian Securities Regulation », symposium du Capital Markets Institute et de la bourse de Toronto sur la réglementation du marché canadien des valeurs mobilières, Toronto. Document accessible à l'adresse < www.mgmt.utoronto.ca/cmi/news/MacIntosh.ppt >.
- McDonald, O. (1996). *Financial Regulation in Germany and the UK: A Comparison*, Financial Markets Group Special Papers, n° 82.
- Merton, R., et Z. Bodie (1995). *Financial Infrastructure and Public Policy: A Functional Perspective*, document de travail n° 95-064, Harvard Business School.
- Romano, R. (1998). « Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation », *Yale Law Journal*, vol. 107, p. 2359-2430.
- Steil, B. (2001). « Creating Securities Markets in Developing Countries: A New Approach for the Age of Automated Trading », *International Finance*, vol. 4, p. 257-278.
- Taylor, M. (1995). *Twin Peaks: A Regulatory Structure for the New Century*, Londres, Centre for the Study of Financial Innovation.
- _____ (1996). *Peak Practice: How to Reform the UK's Regulatory System*, Londres, Centre for the Study of Financial Innovation.
- Taylor, M., et A. Fleming (1999). « Integrated Financial Supervision, Lessons of Scandinavian Experience », *Finance and Development*, vol. 36, p. 42-45.