



Lettre du Président

Réforme réglementaire: point de vue outre-Atlantique

Tous les pays du monde – qu'il s'agisse de marchés développés ou émergents – poursuivent une large réforme réglementaire. L'assemblée générale de l'International Council of Securities Associations (23-24 mai) a donné l'occasion aux Canadiens de prendre connaissance directement de celle qui se déroule en Europe. Leurs problèmes sont suffisamment assez semblables aux nôtres pour qu'il soit très utile d'examiner ce qui s'est passé lors de cette assemblée.

Origine de la réforme: le cadre réglementaire de l'Union européenne sur les valeurs mobilières

À la conférence de Londres, Jonathan Taylor, directeur général des services financiers et de la stabilité internationale et financière au ministère des Finances du Royaume-Uni, a décrit les trois facteurs institutionnels responsables de la réforme réglementaire sur les valeurs mobilières en Europe:

- L'exécution et la supervision des décisions du G20 par le Financial Stability Board (FSB) et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.
- Le cadre réglementaire de l'Union européenne sur les services bancaires, les assurances et les valeurs mobilières.
- Les organismes nationaux de réglementation qui collaborent au cadre réglementaire de l'Union européenne, notamment au Royaume Uni, la Financial Services Authority, la Banque d'Angleterre et le ministère des Finances.

Les enjeux réglementaires clés décrits par Taylor correspondent aux mêmes qui ont été établis par quatre sociétés du secteur qui offrent à Londres des services bancaires d'investissement mondiaux: Credit Suisse, Citi, Société Générale et Nomura. Certains

de ces enjeux découlent des directives de l'Autorité européenne des marchés financiers (Directive de l'Union européenne sur les marchés d'instruments financiers [MiFID]). Les pouvoirs de l'Autorité ont été modifiés récemment, alors qu'elle est passée du statut d'organisme de coordination à celui d'autorité réglementaire.

Renforcement de la surveillance dans l'Union européenne – et les inquiétudes du secteur des valeurs mobilières

Les mesures réglementaires prises dans l'Union européenne incluent des règles sur la transparence du marché des obligations avant et après l'opération. Le secteur a formulé des objections sur ces règles qui exigent de déclarer le volume de chaque opération sur les obligations, car cela diminuera l'efficacité de la tenue de marché et la liquidité des marchés des titres d'emprunt. En réponse à ces objections, plusieurs organismes de réglementation des États-Unis qui étaient présents ont fait valoir qu'un examen des règles de transparence à l'aide du système TRACE, qui affiche le volume de négociation des obligations, suggère que la liquidité des marchés des obligations des sociétés aux États Unis n'a pas diminué.

Les organismes de réglementation européens colligent actuellement des données sur l'impact des négociations à haute fréquence sur les marchés des actions pour évaluer s'il y a lieu de les surveiller et d'adopter des règles pour les restreindre. De même, les avantages des marchés opaques et des règles appropriées font l'objet d'une révision actuellement. Les organismes de réglementation ont aussi proposé des règles sur les ventes à découvert d'actions et de titres d'emprunt. Le secteur a fait valoir que le processus d'élaboration des règles devrait être fait

prudemment pour éviter de nuire aux activités de tenue de marché et à la liquidité globale des marchés.

Les autorités de réglementation européennes mettent en œuvre les directives du G20. Parmi les mesures importantes, mentionnons la standardisation des dérivés de gré à gré, l'utilisation de référentiels centraux pour déclarer et surveiller les activités du marché des dérivés, et la migration des activités de négociation bilatérale vers des contreparties centrales pour diminuer les risques de marché. Des réformes réglementaires semblables sur les marchés des dérivés de gré à gré sont en cours au Canada, aux États-Unis et en Asie. Le secteur des valeurs mobilières en Europe s'est concentré sur la nécessité de définir la portée de la réglementation, des référentiels centraux et des identificateurs d'entités juridiques reconnus pour suivre les opérations internationales. Il s'est penché sur des dispenses applicables aux règles sur les dérivés de gré à gré et la création et l'interopérabilité des chambres de compensation.

Les autorités de réglementation européennes ont aussi proposé la mise en place d'une agence de notation publique pour contrebalancer les agences privées telles S&P, Moody's, Fitch, etc. Le secteur s'est opposé à ce projet excentrique.

Réformes en matière de surveillance macroprudentielle dans l'Union européenne: stabilisation des marchés, pas seulement des institutions

Enfin, les autorités de réglementation de l'Union européenne travaillent avec le Comité de Bâle et le Financial Stability Board à mettre en place une nouvelle réglementation sur les fonds propres et la liquidité conforme aux accords de Bâle III. L'accent est mis sur la définition et la réglementation des obligations en matière de liquidité. Cette tâche s'est compliquée récemment à cause du grand écart dans les risques des dettes souveraines entre les divers pays européens. Paul Tucker, sous gouverneur, service de la stabilité financière de la Banque d'Angleterre, a fourni quelques aperçus sur la réforme réglementaire en matière de surveillance macroprudentielle en soulignant que la stabilité financière comprend non seulement la robustesse des institutions financières individuelles, mais aussi la stabilité des marchés des capitaux sous jacents.

Tucker a séparé les marchés des capitaux en trois composantes: le marché interbancaire, les marchés du système financier interne qui fournissent le financement de gros aux institutions financières (mises en pension, swaps, prêts de titres), et les marchés des utilisateurs finaux (marché monétaire, actions et titres d'emprunt, titres adossés à des actifs et titres garantis par des créances). Il a souligné l'importance des mesures visant à augmenter la liquidité et l'efficacité des marchés du système financier interne pour limiter la propagation des risques aux institutions financières. Il a aussi discuté de mesures précises, notamment l'augmentation de la transparence, les référentiels centraux et les chambres de compensation pour les dérivés dans les marchés des utilisateurs finaux.

Un des groupes d'experts a insisté sur l'application de tests de solidité financière sur chaque institution financière pour évaluer les risques systémiques. Cependant, le consensus qui s'est dégagé prévoit que les tests de solidité financière ont connu des succès limités pour déceler les institutions financières vulnérables. Cela est dû aux limites des modèles utilisés, tels le choix des ratios ou des paramètres appropriés et la façon de comparer les entreprises entre elles. Il y avait aussi un consensus selon lequel les tests de solidité financière devraient être complétés par une évaluation qualitative réalisée par des cadres chevronnés portant sur l'impact des chocs financiers et économiques sur les institutions financières.

Confiance des investisseurs: détérioration ou amélioration?

Les opinions étaient partagées à l'intérieur du groupe d'experts sur la confiance des investisseurs. Certains avaient l'impression que la confiance dans les conseillers, le secteur des valeurs mobilières, les marchés financiers et les organismes de réglementation des valeurs mobilières n'était pas encore revenue et que les investisseurs continuaient à bouder les marchés. Certains experts ont aussi mentionné l'impact négatif des négociations à haute fréquence sur la confiance, car les investisseurs ont l'impression que ce type de négociation électronique profite d'un avantage indu sur les marchés des actions. D'un autre côté, certains experts étaient convaincus que la confiance s'était beaucoup renforcée. Ils ont donné pour preuve les sommets enregistrés dans les marchés internationaux des actions depuis la crise, tant au point de vue des volumes que de celui de la participation, ce qui suggère que les investisseurs sont persévérants et qu'ils sont aux aguets en investissant

massivement dans les marchés pour profiter des bonnes occasions. Le groupe d'experts a aussi discuté des projets réglementaires en cours dans divers pays pour renforcer la confiance des investisseurs.

Étonnamment, aucun des experts n'a parlé des scandales récents sur les délits d'initiés des fonds de couverture internationaux (actifs sous gestion de près de 2 000 G\$). Ces fonds de couverture ont poussé la « théorie de la mosaïque » à des niveaux sophistiqués, dans certains cas douteux, pour obtenir des avantages déterminants au moment de faire des placements. Les accusations de délits d'initiés contre Galleon Hedge Fund ont fait la une des médias au cours des dernières semaines. Elles ont fait suite à des informations persistantes et des enquêtes en cours sur des pratiques de négociation abusives adoptées par d'autres fonds de couverture au cours des quelques dernières années. De telles allégations de pratiques abusives ont sans aucun doute influencé les investisseurs en augmentant leur crainte concernant l'iniquité des marchés et en diminuant leur confiance. D'ailleurs, la perte de confiance des investisseurs risque de perdurer si d'autres enquêtes sont menées.

Objectifs de la réglementation: trouver les « points d'optimisation »

La réforme est perçue comme un défi à cause de la complexité des réformes réglementaires, des calendriers serrés de mise en œuvre (2012 en Europe), de l'importance de mener de larges consultations avec les participants au marché, et du besoin d'harmoniser la réglementation. Mark Hoban, secrétaire financier au Royaume Uni, a parlé de réformes réglementaires précises en cours en Europe, en insistant cependant surtout sur les objectifs de la réforme. Il a mentionné les priorités suivantes: i) minimiser l'imposition de coûts disproportionnés aux participants au marché et éviter les conséquences non souhaitées, ii) éliminer les barrières à l'entrée pour éviter d'étouffer la concurrence, et iii) éviter la balkanisation des marchés financiers, ce qui nuirait aux mouvements des capitaux, diminuerait l'efficacité des marchés et causerait un arbitrage réglementaire contreproductif.

Hoban a souligné que les autorités doivent proposer des solutions équilibrées, mais qu'elles auront de la difficulté à le faire. En effet, elles doivent maintenir le rythme de la réforme en mettant prudemment en œuvre au fur et à mesure leur réglementation conformément au calendrier établi, tout en tenant compte de ce que font les autres organismes de réglementation, afin d'assurer l'harmonisation de la réglementation.

Parler des préoccupations du secteur canadien des valeurs mobilières

Les participants au secteur avaient hâte d'entendre parler des problèmes auxquels nous faisons face au Canada. J'ai eu l'occasion de fournir aux délégués un aperçu des changements structuraux et des projets réglementaires dans les marchés secondaires d'actions au Canada. Les changements structuraux incluent l'importance grandissante des systèmes de négociation parallèle, l'augmentation de la participation aux négociations à haute fréquence et la fusion, en attente d'autorisation, des marchés et des plateformes de compensation au Canada. J'ai précisé les priorités du secteur dans la réforme réglementaire touchant ces marchés, incluant une clarification supplémentaire des obligations en matière d'obligations de meilleur cours/meilleure exécution, la surveillance stricte des cours boursiers et des produits/services offerts sur les marchés, incluant les données de marché et la compensation, et la mise en place d'un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières au Canada.

À travers le monde, les organismes de réglementation (et le secteur des valeurs mobilières) s'efforcent de répondre au besoin d'une surveillance adéquate et d'une stabilité des marchés et des institutions, et de restaurer la confiance des investisseurs. Des deux côtés de l'Atlantique, on peut apprendre les uns des autres et l'assemblée générale annuelle de l'International Council of Securities Associations en a été un autre exemple.

Veillez agréer mes salutations distinguées,



Ian C.W. Russell, FSCI
Président et chef de la direction, ACCVM
jun 2011