



## Remettre en question l'orthodoxie : trouver une façon de mieux réglementer et reprise de la croissance économique

Congrès annuel de l'International Council of Securities Associations (ICSA) – Mai 2013

N° 62

La plupart des discussions des conférenciers et participants au congrès annuel de l'International Council of Securities Associations (ICSA) portaient sur le même sujet – les défauts de la réforme en cours dans le monde. Ce qui ressort du congrès est une diminution de l'optimisme concernant la mise en place d'une réglementation internationale qui répondra aux besoins d'efficacité et d'intégrité.

Le programme du Congrès annuel 2013 de l'ICSA faisait le tour d'un large éventail de questions touchant les réglementations et politiques publiques sur les valeurs mobilières ayant un impact sur le secteur des valeurs mobilières dans les marchés internationaux. Les exposés présentés lors du congrès avaient trait principalement aux activités des pays membres du G20 et au fonctionnement des organismes de réglementation clés des pays les plus importants qui gèrent et coordonnent les politiques et le programme de réglementation du G20.

Parmi les sujets discutés, on retrouve :

1. Les preuves s'accumulent que les pays participants ne pourront pas harmoniser leur réglementation comme le prévoyait le plan du G20 et qu'il est difficile d'éliminer les incohérences entre les réglementations nationales. Ces difficultés découlent des échéanciers serrés irréalistes de mise en œuvre, de la complexité des réformes elles-mêmes, et du manque de collaboration des quatre organismes internationaux clés qui chapeautent les autres organismes et qui sont responsables de la réforme réglementaire : le G20, l'EMIR (Règlement sur l'infrastructure du marché européen), l'Accord de Bâle III et la loi américaine Dodd-Frank (SEC et CFTC [Commodity Futures Trading Commission]). À quoi peut-on s'attendre d'une telle disparité réglementaire? À des risques de conséquences sérieuses imprévues sur les marchés internationaux des dérivés de gré à gré qui se manifesteront par : une augmentation des coûts de financement; une diminution des activités de négociation et de la liquidité des marchés; et une multiplication du nombre de chambres de compensation, ce qui augmentera les occasions d'arbitrage réglementaire, restreindra les possibilités de compenser les valeurs mobilières et

diminuera le nombre de participants à chaque chambre de compensation qui sont responsables de couvrir le défaut des émetteurs de valeurs mobilières. On ne sait pas encore si les autres composantes majeures du programme du G20, tels les règles sur le système bancaire parallèle et les systèmes pour s'occuper des banques « trop grosses pour faire faillite », seront mises en vigueur d'une manière plus cohérente.

2. Il semble que des organismes de réglementation, notamment en Europe, imposent leurs priorités sans tenir compte des politiques et conventions. L'exemple le plus flagrant qui a été discuté lors du congrès est la taxe européenne sur les transactions financières (FTT). La taxe, telle que proposée, écarte le principe de neutralité fiscale. La réglementation ne prévoit pas de dispense de taxe pour les activités de tenue de marché, ce qui nuira aux intermédiaires et diminuera l'efficacité du marché et sa liquidité. La portée extraterritoriale de la taxe est sans précédent : elle s'appliquera aux investisseurs non-résidents et aux valeurs mobilières détenues par un Européen négociées sur d'autres marchés que les marchés européens.
3. L'incapacité, cinq ans après la crise financière mondiale de 2008, des organismes de réglementation à faire face à une autre crise mondiale, le scandale du Libor. L'éclatement du désastre du Libor a fait l'objet d'une large couverture médiatique en Grande-Bretagne. Les grandes institutions bancaires de Londres ont reconnu leur culpabilité. Le scandale touche maintenant les marchés des capitaux aux États-Unis. Les institutions financières dont le siège social est aux États-Unis risquent de semer la controverse, de faire face à de la mauvaise publicité et de se voir imposer des sanctions, le tout d'une ampleur supérieure à ce qui s'est passé lors de la précédente crise financière mondiale.
4. La tendance continue des organismes de réglementation à mettre l'accent sur la façon de réglementer, en s'interrogeant rarement sur les objectifs de la réglementation. En général, les règles et principes mis de l'avant dans la réglementation visent un juste équilibre entre les intérêts du public

et la perte de l'efficacité des marchés. Cependant, les organismes de réglementation hésitent à mener les analyses coûts-avantages pertinentes et à utiliser d'autres méthodes pour établir la nécessité et l'efficacité des projets de réglementation. Or, de telles mesures sont indispensables pour s'assurer que la réglementation sera économique et éviter des conséquences néfastes.

Dans la foulée du scandale du Libor, il devient de plus en plus évident qu'afin de faire mieux coïncider les pratiques imposées avec celles auxquelles se livrent les institutions financières, les organismes de réglementation doivent faire plus que simplement adopter des règles et principes précis. Les organismes de réglementation doivent bien sûr continuer à se fier aux règles et principes fondamentaux, mais aussi commencer à se mettre au diapason des sociétés lorsqu'il s'agit d'évaluer leur culture d'entreprise. Cela signifie qu'en matière de vérification de la conformité, les organismes de réglementation ne doivent plus se contenter d'une évaluation basée sur des cases à cocher, mais adopter une approche plus globale et tenir compte du modèle d'entreprise des sociétés en leur accordant plus de souplesse pour se conformer aux exigences de la réglementation.

Hector Sants, chef de la direction sortant de la Financial Services Authority (FSA), a déclaré que la culture d'entreprise est ce qui compte le plus pour expliquer les activités d'une société sur les marchés. M. Sants a avancé son célèbre argument qu'il est impossible pour une réglementation fondée sur des principes de fonctionner si ceux qui détiennent le pouvoir informel de maintenir l'intégrité du système ne s'appuient pas sur des principes clairs<sup>1</sup>. De même, les sociétés devraient pouvoir faire valoir leur propre culture d'entreprise, prendre des mesures pour évaluer et maintenir cette culture et démontrer comment elle leur permet de répondre aux objectifs. Curieusement, la FSA a mis en place une réglementation pour mesurer et évaluer les cultures d'entreprise au même moment qu'éclatait le scandale du Libor.

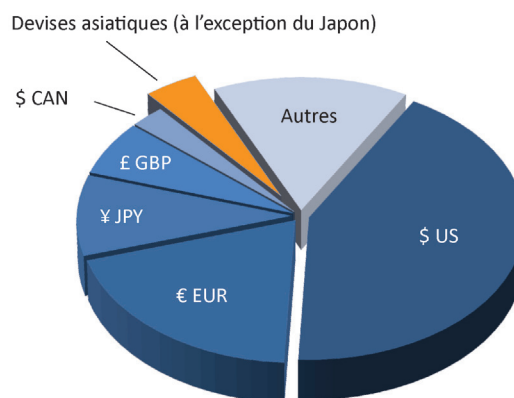
**Marchés internationaux des dérivés de gré à gré : la réglementation multinationale augmente les inefficiences et diminue la liquidité**

En se fiant aux faits qui ont été révélés jusqu'à maintenant, le programme multinational de réglementation s'appliquant aux marchés des dérivés de gré à gré risque de provoquer des conséquences imprévues généralisées qui diminueront la liquidité, en particulier celle des marchés émergents. Par exemple, les exigences plus strictes en matière de fonds propres prévues à l'Accord de Bâle III ont forcé des institutions à cesser leurs activités de négociation sur les marchés émergents (par exemple, les activités de Credit Suisse à Taiwan). De même,

<sup>1</sup> Hector Sants, *Delivering intensive supervision and credible deterrence* (discours prononcé à Londres le 12 mars 2009 lors d'un évènement organisé par Reuters Newsmaker), [http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2009/0312\\_hs.shtml](http://www.fsa.gov.uk/library/communication/speeches/2009/0312_hs.shtml)

l'application aux chambres de compensation non accréditées par le CPSS (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement) des exigences importantes en matière de fonds propres imposées aux chambres de compensation pour se conformer à leurs obligations en cas de défaut dissuadera la participation à ces marchés (les chambres de compensation en Corée, Chine et Inde ne sont pas accréditées par le CPSS).

**Devises les plus négociées**  
Pourcentage de la moyenne des échanges quotidiens



Source : BRI, Enquête triennale des banques centrales

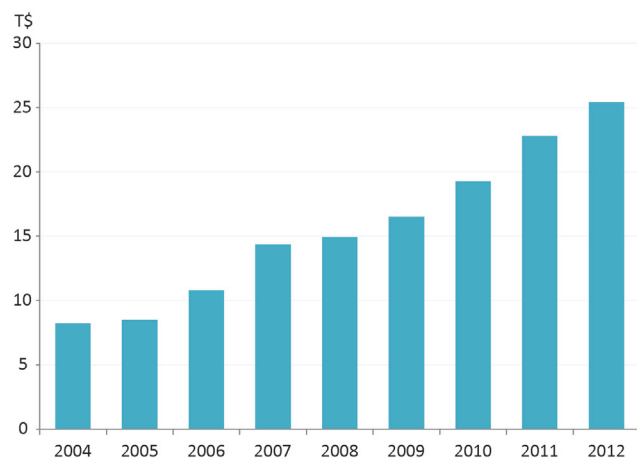
Même si les règles de la CFTC adoptées en vertu de la loi Dodd-Frank autorisent uniquement des sociétés étrangères qui font partie du même groupe que des sociétés américaines à faire affaire avec des chambres de compensation qui ne sont pas accréditées par le CPSS, il en résulte une inefficience des opérations de financement qui coûte cher, ce qui décourage les institutions financières inscrites aux États-Unis d'entreprendre de telles opérations. Les règles de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) sont encore plus sévères, car elles exigent qu'une institution financière inscrite en Europe compense ses opérations uniquement par l'intermédiaire des chambres de compensation inscrites auprès de l'ESMA. De plus, la barre est haute pour s'inscrire auprès de l'ESMA, car l'acceptation est basée sur la notion « d'équivalence exacte », ce qui exclut les chambres de compensation asiatiques qui font une demande d'inscription auprès de l'ESMA. Il n'y a pas non plus de dispense pour les sociétés qui font partie du même groupe comme aux États-Unis. Enfin, et cela est particulièrement inquiétant, la réglementation de l'ESMA ne prévoit pas l'émission de lettres de « non-intervention » qui pourraient fournir une dispense temporaire à l'application de certaines règles jusqu'à ce qu'une solution réglementaire soit adoptée. Le fait que l'ESMA ne reconnaisse pas les chambres de compensation américaines sauf si elles satisfont au test d'équivalence, une situation improbable, signifie que les institutions européennes ne pourront pas participer à une chambre de compensation américaine.

**Interdire les swaps sur devises augmente le coût du capital et les risques financiers**

Les règles sur les fonds propres imposées par les organismes de

réglementation européens et américains qui s'appliquent aux swaps non compensés sont excessives. En réalité, ces règles empêcheront la plupart des opérations sur devises couvertes par des swaps, ce qui forcera les émetteurs, particulièrement les émetteurs faisant affaire dans des pays petits et moyens, à se financer auprès des banques, ou par des transactions sur devises non couvertes ou des émissions en monnaie locale – qui sont toutes des options qui augmentent le coût du capital et les risques financiers pour les émetteurs. Les données de la Depository Trust and Clearing Corporation, une chambre de compensation, montrent qu'en janvier 2013, il y avait environ 207 500 opérations en cours dans le marché des swaps sur devises avec un encours notionnel de 16,9 T\$<sup>2</sup>.

### Croissance des swaps sur devises Encours notionnel en circulation



Source : Banque des règlements internationaux

### OICV : un programme constructif, mais pourra-t-il être réalisé?

L'OICV, en tant qu'organisation internationale des commissions de valeurs, est le meilleur endroit et elle possède les meilleurs outils pour s'occuper des incohérences dans la réglementation internationale, notamment le programme réglementaire du G20. Pour cela, il faut que l'OICV mette sur pied un plan d'action approprié. Premièrement, l'OICV doit surmonter l'esprit corporatif et mettre l'accent sur des décisions qui sont plus efficaces. Elle doit devenir une organisation « gérée par les membres » dans laquelle les décisions sur des politiques peuvent être prises par le personnel et le secrétariat sans nécessiter le consensus des membres<sup>3</sup>. Elle doit parvenir à ne plus fonctionner comme une institution multilatérale typique. Même si elle n'a

<sup>2</sup> ISDA, *Non-Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy*, mars 2013, <http://www2.isda.org/news/isda-publishes-paper-examining-non-cleared-otc-derivatives-and-their-importance-to-the-global-economy>

<sup>3</sup> Greg Medcraft, *Challenges and strategies for IOSCO* (discours prononcé à Londres le 14 septembre 2012 par le président du conseil d'administration de l'International Centre for Financial Regulation), [http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/Challenges-and-strategies-for-IOSCO.pdf/\\$file/Challenges-and-strategies-for-IOSCO.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/Challenges-and-strategies-for-IOSCO.pdf/$file/Challenges-and-strategies-for-IOSCO.pdf)

pas le pouvoir de forcer l'exécution de ses recommandations, la pression exercée par les pairs est néanmoins efficace.

Deuxièmement, l'OICV doit mettre l'accent sur des priorités opérationnelles. Le nouveau président du conseil d'administration, Greg Medcraft, et le secrétaire général, David Wright, ont décidé que l'harmonisation de la réglementation est une priorité (ainsi que l'encouragement au financement sur les marchés et l'aide aux marchés émergents). L'OICV a mis sur pied un groupe de travail sur les réglementations transfrontalières pour : réévaluer les options de sa « boîte à outils » comprenant la reconnaissance réciproque, le remplacement de la conformité à un organisme de réglementation, la double inscription et le passeport; trouver des moyens permettant de comparer entre elles les réglementations nationales, par exemple en les évaluant par rapport à des normes ou principes internationaux; et mettre au point des méthodes pour évaluer les normes de surveillance et contrôle.

L'OICV a aussi reconnu qu'il est aussi important de précéder l'émission des règles que de les suivre. C'est pourquoi l'OICV établit des principes de portée mondiale avant les organismes de réglementation nationaux pour fournir des objectifs aux réglementations nationales et favoriser leur harmonisation. Les activités visées par l'OICV comprennent : les exigences d'information lorsqu'il s'agit de produits structurés complexes offerts à la clientèle de détail; les négociations à haute fréquence; la réglementation du système bancaire parallèle; et les dérivés de gré à gré. Reste à savoir si l'OICV réussira à exécuter son programme qui part de bonnes intentions.

### Le défi des politiques du G20 : la cohérence sans consensus

Le G20 a mis en place un programme ambitieux de coordination et contrôle des politiques macroéconomiques et de la réglementation des valeurs mobilières alors que l'économie mondiale est aux prises avec de faibles croissances nationales, une crise fiscale qui se prolonge, et une réforme réglementaire qui progresse lentement. Des décisions basées sur des consensus peuvent être difficiles à obtenir, particulièrement à un moment où les pays participants mettent à l'essai des politiques fiscales et monétaires moins orthodoxes pour se sortir du marasme causé par la stagnation et les malaises de leur économie. Par exemple, plusieurs banques centrales sont devenues plus souples en ce qui concerne l'inflation, préférant plutôt stimuler davantage l'économie, et elles se fient qu'elles auront suffisamment de temps pour mettre au point une politique inverse si la croissance s'accélère subitement. De plus, plusieurs pays sont moins certains des avantages de l'austérité fiscale et ils s'inquiètent des conséquences sociales, même s'il est bien connu que les compressions des dépenses sont plus efficaces et plus économiques que les augmentations fiscales pour que les budgets redeviennent excédentaires. De plus, il est probable que l'accroissement des dépenses aura un effet mitigé à cause des rigidités structurelles dans les marchés des produits et de la main-d'œuvre de plusieurs économies.

Le G20 a mis l'accent sur l'importance des dépenses

d'infrastructure pour stimuler à court terme l'économie par l'augmentation de la productivité. L'élément clé est la capacité des pays à mettre sur pied des banques d'État pour les infrastructures qui soient en mesure de bien choisir les projets à financer en se fiant uniquement à leur bien-fondé économique, et à concevoir des partenariats publics et privés qui soient efficaces.

Le G20 continuera à mettre l'accent sur l'amélioration des normes sur les fonds propres et la liquidité, et à concevoir des mécanismes efficaces de liquidation des banques « trop grosses pour faire faillite ». Le G20 continuera à compter sur les trois autorités internationales clés, la loi Dodd-Frank mise en œuvre par la CFTC et la SEC, l'Accord de Bâle III, et le programme européen de réglementation géré par l'EMIR et la Directive de l'Union européenne sur les marchés d'instruments financiers (MiFID 2) pour réglementer les marchés des dérivés de gré à gré, le système bancaire parallèle, et le mécanisme de liquidation des banques d'importance systémique qui sont en difficulté. Comme souligné précédemment, l'optimisme qu'une telle réglementation puisse être suffisamment coordonnée pour éviter une perte importante d'efficacité sur les marchés mondiaux et une diminution de liquidité et des activités de négociation est disparu.

### **Conclusion : à la recherche de politiques publiques cohérentes et fructueuses**

Les décideurs politiques et organismes de réglementation à travers le monde font face à de graves difficultés pour sortir leur économie de la persistance de la faible reprise économique, combler les lacunes qui existent actuellement dans la réglementation des valeurs mobilières, contourner les obstacles financiers qui persistent, et réduire les risques de conséquences imprévues sur les marchés internationaux causées par les disparités entre les réglementations nationales. Ces décideurs politiques et organismes de réglementation doivent être prêts à adopter de nouvelles idées et méthodes et peut-être, plus important encore, à continuer à mettre au point des mécanismes efficaces pour trouver et mettre en œuvre des solutions cohérentes en matière de politique publique et de réglementation des valeurs mobilières.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Juin 2013