

# Lettre du président



## Que se passe-t-il avec la réforme mondiale?

Points les plus importants à retenir de la réunion annuelle des parties intéressées de l'OICV  
22-23 septembre, Madrid

N° 88

Les 22 et 23 septembre 2015, j'ai participé à la rencontre des parties intéressées de l'OICV qui s'est tenue à Madrid. Dans son discours d'ouverture, Greg Medcraft, président du conseil d'administration de l'OICV, a décrit les succès de l'OICV au cours des dernières quelques années, notamment l'élaboration de nouveaux principes pour établir les indices de référence financiers, les mesures adoptées pour régler les problèmes réglementaires transfrontaliers et l'aide à la croissance des marchés émergents. Il a aussi dressé la liste des objectifs stratégiques et la liste des défis de l'organisation internationale au cours des prochains cinq ans. Les deux listes contiennent beaucoup d'éléments d'une importance capitale pour le secteur et l'économie mondiale.

### Programme de l'OICV

Depuis la crise financière de 2008, l'OICV a été la plaque tournante de la réforme internationale. Elle est reconnue comme l'interlocutrice indispensable pour les marchés internationaux des capitaux. L'OICV a :

- Rédigé, en tant qu'agence de normalisation internationale supervisant les agences de notation, la version définitive du code de conduite intitulé Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies;
- Établi les principes pour établir les indices de référence financiers intitulés *Principles for Financial Benchmarks* – un regroupement exhaustif des principes utilisés sur les marchés financiers qui comprend la gouvernance et la responsabilisation, de même que la qualité et la transparence de la conception et des méthodologies des indices de référence;
- Fourni des normes d'atténuation des risques pour les dérivés de gré à gré qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale afin de renforcer les systèmes de négociation et compensation;
- Publié un ensemble de facteurs (lignes directrices) dont devraient tenir compte les référentiels centraux dans la conception et la fourniture de leurs services et aussi les organismes de réglementation qui réglementent et

supervisent les référentiels centraux; et

- Révisé les exigences sur les marges pour les dérivés qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale.

L'OICV a aussi pris des mesures pour harmoniser davantage la réglementation internationale sur les dérivés de gré à gré et mettre au point des normes sur la titrisation, le financement des PME et la protection des investisseurs. Elle a aussi mis l'accent sur l'élaboration de programmes ciblés aux marchés émergents pour les aider à développer leurs activités et leur expertise réglementaire. Elle a reconnu que les marchés des capitaux deviendront de plus en plus importants dans leur rôle d'intermédiaire pour mobiliser des capitaux destinés à des investissements productifs, surtout à cause du fardeau réglementaire imposé au système bancaire qui nuit aux activités de prêt.

L'OICV s'attend à une augmentation du risque de liquidité sur les marchés pour les institutions du côté acheteur alors que les banques centrales mettent fin progressivement aux assouplissements qualitatifs et que les activités de tenue de marché diminuent en même temps que les banques consolident leur bilan.

Elle dénonce aussi la menace grandissante des cyberattaques contre les marchés et les entreprises et elle s'inquiète des conséquences d'un acte délictueux sur la réputation des marchés et entreprises et de l'impact négatif sur la confiance des investisseurs.

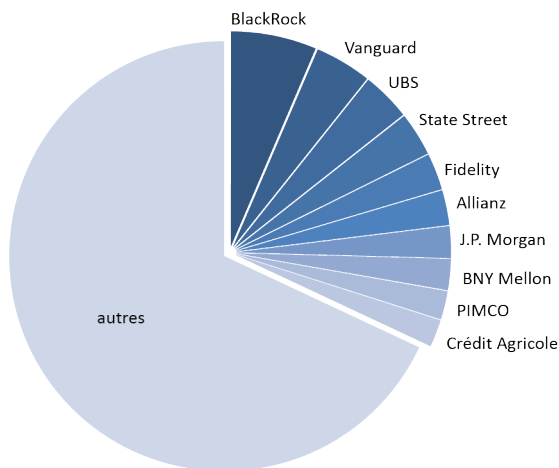
L'OICV réfléchit à la réglementation nécessaire pour gérer l'impact des changements technologiques sur l'intégrité et l'efficacité du marché. Elle insiste sur l'importance de superviser et d'évaluer les innovations technologiques – et les risques de panne informatique – ayant trait aux marchés et services financiers.

L'OICV met l'accent sur la mise au point de normes pour améliorer la conduite et la culture d'entreprise des « gardiens

de l'accès » aux marchés financiers, renforcer la gouvernance d'entreprise, faire face aux cyberattaques dans le secteur financier, assurer le suivi continu des avancées technologiques et de leur impact sur les marchés internationaux des capitaux, et sur des mesures pour aider les marchés émergents à développer leurs activités et leur expertise.

### Ventilation des actifs mondiaux

Les 10 plus grands gestionnaires détiennent le tiers des ASG mondiaux



Source : Relbanks, Boston Consulting Group

L'OICV veut aussi renforcer sa réputation et soigner son image lors des discussions internationales sur la politique financière mondiale dans le but d'exercer une plus grande influence que les autres organismes internationaux (notamment le FSB, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'OCDE). L'OICV est le choix logique d'organisme pour superviser et mettre en œuvre le programme du G20 sur les marchés internationaux des capitaux, une tâche qui devient encore plus importante alors que les marchés financiers attirent de plus en plus d'épargnes et d'investissements au détriment des banques.

En résumé, les retombées de la crise financière de 2008 ont constitué pour l'OICV l'occasion unique d'être le chef de file de la réforme des marchés des capitaux et elle a rempli son rôle efficacement. Il s'est avéré que la force de l'organisme est sa capacité à déceler les risques de première importance sur les marchés financiers internationaux et à établir des normes mondiales pour les participants au marché. Cependant, l'OICV a eu de la difficulté à convaincre les organismes de réglementation de chaque pays de coordonner leurs réglementations aux fins d'harmonisation. Ses efforts n'ont généralement pas connu beaucoup de succès lorsqu'elle a demandé aux divers pays d'éliminer les chevauchements et dédoublements de règles auxquels sont confrontées les sociétés qui négocient et compensent les valeurs mobilières sur les marchés internationaux. Bref, l'OICV n'a pas le pouvoir ni l'autorité pour imposer aux membres d'harmoniser davantage leurs réglementations. Ces faiblesses ont compromis, entre autres, les efforts pour harmoniser les réglementations sur les marchés des dérivés de gré à gré.

### Améliorer la conduite des marchés : imposer des sanctions, développer une culture d'entreprise

Près de sept ans depuis la crise financière, « le public a toutes les raisons d'être fâché » a déclaré Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre. Les graves actes répréhensibles, qui ont eu lieu dans le milieu financier après la mise en branle des réformes par les décideurs politiques, suivis d'un montant total d'amendes imposées aux banques internationales de l'ordre de 150 G\$ (ce qui signifie une diminution des prêts à l'économie réelle de plus de 3 T\$), sont la preuve flagrante qu'une culture d'entreprise déficiente est ancrée profondément dans le secteur financier international. « La multiplication des amendes est la preuve que les pénalités financières ne sont pas dissuasives. [...] Des changements fondamentaux de la culture institutionnelle sont indispensables », a ajouté M. Carney.

L'OICV propose une solution à deux volets pour améliorer la culture d'entreprise : imposer des sanctions crédibles en cas d'acte répréhensible pour dissuader les contrevenants potentiels, et encourager les sociétés à développer une saine culture d'entreprise. Des sanctions sévères devraient être adoptées pour dissuader les contrevenants potentiels. Des règles et normes sont nécessaires pour encourager les comportements honnêtes et efficaces, et développer une culture d'entreprise positive, avec suffisamment de ressources et procédures pour superviser les activités.

La culture d'entreprise est reconnue comme un élément majeur pour améliorer la conduite des marchés. Même si les institutions n'ont pas toutes la même culture d'entreprise, il y a quelques principes de base qui sous-tendent une bonne culture d'entreprise :

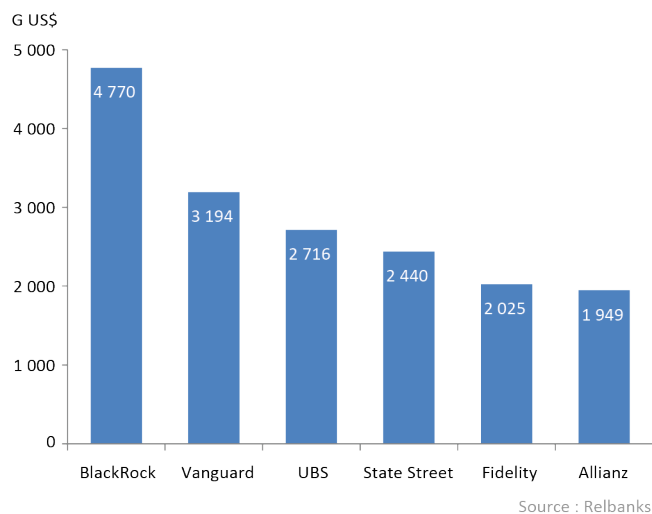
- i. Imposition de peines exemplaires pour les actes répréhensibles afin que l'exemple de la haute direction qui accorde la priorité aux clients puisse être suivi;
- ii. Responsabilisation claire pour les actes répréhensibles (le rapport intitulé Fair and Effective Markets Review responsabilise davantage les sociétés pour les actes posés par leurs employés, et la haute direction de la société doit en répondre);
- iii. Communications sans équivoque et ouvertes à tous les échelons de la société; et
- iv. Mise en place d'incitatifs pour améliorer les comportements. Les sociétés doivent adopter des politiques et procédures pour que ces principes soient appliqués.

### S'assurer d'une liquidité suffisante pour la gestion des actifs

La taille et l'importance de plus en plus grandes des gestionnaires de fonds d'investissement et des organismes de placement collectif sur les marchés internationaux, et la perspective de marchés des capitaux moins liquides ont suscité un débat sur l'accès des gestionnaires de fonds d'investissement à des marchés suffisamment liquides durant les périodes difficiles, particulièrement lorsque les chocs sur les marchés et les retraits effectués par leurs clients les obligent à ajuster leur bilan. De récents événements, comme en 2013 la

« crise du retrait » (lorsque la Federal Reserve des États-Unis a annoncé la fin de son programme d'achat des obligations) et la « crise du Bund » en avril-mai 2015, ont montré que : la liquidité peut rapidement diminuer; les prix des actifs peuvent largement fluctuer; et les opérations peuvent devenir de plus en plus difficiles à exécuter.

### Les plus grands gestionnaires de fonds d'investissement (selon les ASG)



Le consensus qui s'est dégagé parmi les institutions du côté acheteur présentes à la réunion annuelle des parties intéressées de l'OICV est que, sauf dans certaines circonstances, les marchés sont suffisamment liquides. Plusieurs institutions ont pris des mesures de précaution, comme un accès plus facile aux opérations de pension et l'augmentation des lignes de crédit bancaires. De plus, les institutions se fient davantage aux plateformes de négociation électronique; elles répartissent les opérations entre plusieurs plus petites opérations pour en faciliter l'exécution; elles détiennent davantage de placements gérés plus liquides constitués d'obligations de sociétés, comme les fonds communs de placement et les FNB, au lieu de détenir directement les obligations.

Certains des organismes de réglementation présents à la réunion n'ont pas adopté de position définitive sur la question de la liquidité et ils ont insisté sur le besoin de mener d'autres recherches et analyses de même que des tests de robustesse.

### Réglementations transfrontalières : problèmes et solutions possibles

La crise financière a mis en évidence des failles importantes sur les marchés des dérivés de gré à gré. Au lendemain de la crise, les dirigeants du G20 se sont entendus pour renforcer l'intégrité : des activités de négociation et compensation des dérivés de gré à gré; et des rapports sur ces opérations. Les organismes de réglementation de chaque pays membre ont emboîté le pas – certains plus rapidement que d'autres – en vue d'adopter de nouvelles règles pour les sociétés de courtage et les chambres de compensation qui exercent des activités

sur le marché des dérivés. Le problème est que ces réformes ont été adoptées sans beaucoup de coordination entre les organismes de réglementation.

Le résultat du manque de coordination est un dédoublement et un manque d'uniformisation des règles régissant les mêmes types d'opération, ce qui a conduit à la fragmentation de la liquidité sur les marchés internationaux. Les marchés sont fragmentés selon les régions. Les négociants en produits dérivés sont incapables d'exécuter un ordre auprès d'une contrepartie étrangère et de compenser l'opération auprès d'une chambre de compensation étrangère sans être assujettis à de multiples réglementations. Le marché mondial des dérivés de gré à gré est devenu rapidement des marchés régionaux.

La fragmentation du marché mondial a diminué la liquidité, augmenté les coûts des utilisateurs de produits dérivés et restreint leurs choix.

Les pays prennent graduellement des mesures pour s'occuper des chevauchements, lacunes et divergences dans la réglementation. L'OICV a constaté qu'il s'agit surtout d'ententes bilatérales pour le moment, mais elle espère qu'il y aura plus d'ententes multilatérales avec la croissance des marchés et l'ouverture de nouveaux marchés, et qu'il s'agira de plus en plus de protocoles d'entente entre les pays participants.

La version définitive du rapport du groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière, *IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation*, a été publiée le 17 septembre 2015. L'une des tâches les plus importantes du groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière était de libéraliser l'accès transfrontalier des marchés nationaux ou régionaux des dérivés de gré à gré en proposant des mesures pour éliminer ou réduire les obstacles réglementaires. Le groupe de travail a cerné trois mesures générales pour réduire les barrières réglementaires sur les marchés des dérivés de gré à gré : le traitement national, le régime de passeport et les ententes de reconnaissance.

Le traitement national signifie essentiellement d'accorder aux participants d'un marché qui n'est pas situé dans leur propre pays les mêmes privilèges en matière d'accès au marché et d'exigences réglementaires en vigueur que ceux des participants dont le siège social se situe dans le même pays que ce marché. Les pays auront cependant le droit d'accorder des dispenses réglementaires aux participants étrangers pour tenir compte de la réglementation à laquelle sont assujettis ces participants dans leur propre pays afin de leur permettre de fonctionner de façon plus efficiente.

Le régime de passeport est basé sur un ensemble commun de règles, habituellement dans le cadre d'un traité international, ou d'une entente semblable, et il accorde l'accès au marché sans exiger d'autorisation. Le seul régime de passeport adopté en vertu d'un traité est l'UE où un organisme central supervise

tous les pays participant au régime de passeport, ce qui assure une mise en œuvre cohérente et des activités de supervision harmonisées.

Le troisième moyen à la disposition des pays pour s'occuper des divergences réglementaires est une reconnaissance officielle (c.-à-d. une considération respectueuse) unilatérale ou bilatérale. À la suite du sommet du G20 à Saint Pétersbourg en septembre 2013, les dirigeants se sont entendus pour que les organismes de réglementation puissent reconnaître d'autres régimes réglementaires si la qualité de ces régimes étrangers le justifie. Il faut donc que l'organisme de réglementation hôte évalue les règles et les pratiques de supervision des régimes réglementaires étrangers pour s'assurer que leurs résultats seront semblables.

Le dernier rapport du groupe de travail comprend une série de recommandations à l'intention de l'OICV :

- i. Intégration des discussions transfrontalières dans la préparation de toutes les politiques en vue de cerner les problèmes transfrontaliers potentiels et d'en tenir compte dans l'élaboration des politiques;
- ii. Organisation d'ateliers pour les organismes de réglementation sur des aspects précis de la réglementation transfrontalière. Ces ateliers seraient particulièrement utiles pour mettre en place une meilleure collaboration entre les organismes de réglementation en vue d'harmoniser davantage l'élaboration de la réglementation; et
- iii. Archives d'informations pour stocker les protocoles d'entente de supervision et toutes les décisions de reconnaissance réglementaire.

Les plus grands obstacles à la mise en œuvre d'un programme transfrontalier sont la grande réticence des pays à : déléguer à d'autres pays leurs responsabilités, notamment en matière de protection des investisseurs; perdre leur souveraineté; importer de mauvais produits financiers et des actes délictueux, comme ce fut le cas lors de la dernière crise financière.

Cependant, l'incapacité des pays à collaborer entre eux dans l'élaboration de la réglementation et à éliminer les divergences les plus importantes dans leurs règles et réglementations diminue l'efficacité des marchés internationaux, fragmente le marché, augmente les coûts de conformité et les frais d'exploitation.

Il y a le risque que les objectifs transfrontaliers énumérés dans la version définitive du rapport du groupe de travail de l'OICV soient intégrés dans une politique générale de réglementation de l'OICV. Des circonstances favorables seraient perdues et le programme transfrontalier de l'OICV n'aurait plus la priorité. Ce serait extrêmement regrettable. L'OICV est la seule organisation internationale qui est capable de s'occuper du problème transfrontalier et de le régler.

La solution est peut-être d'intégrer le processus politique, à savoir les directives du G20 et l'engagement des gouvernements à harmoniser les règles et réglementations, directement dans l'élaboration et l'harmonisation des règles par l'OICV. Une telle mesure inciterait les organismes de réglementation nationaux à mener sérieusement des négociations bilatérales ou multilatérales pour éliminer les obstacles réglementaires transfrontaliers générés par le chevauchement des réglementations.

L'OICV peut jouer un rôle clé pour : encourager le G20 à être plus proactif; cerner les entraves réglementaires transfrontalières les plus sérieuses; mettre en place des critères plus détaillés pour la reconnaissance réglementaire; encadrer les négociations bilatérales et multilatérales; gérer les négociations entre les pays participants. De leur côté, les pays participants doivent se mettre d'accord sur les objectifs de la réglementation et l'utilisation des indices de référence réglementaires internationaux (comme le document de l'OICV sur les objectifs et principes de la réglementation sur les valeurs mobilières intitulé *Objectives and Principles of Securities Regulation*) à des fins d'analyse comparative et pour mesurer les progrès accomplis dans l'élimination des obstacles aux opérations transfrontalières. C'est seulement en mettant en place une procédure organisée et ciblée que des progrès pourront être réalisés dans l'amélioration des efficacités sur les marchés internationaux.

Si le G20 et l'OICV amorcent des négociations bilatérales ou multilatérales sur les entraves réglementaires transfrontalières les plus nuisibles aux échanges de capitaux et que ces négociations aboutissent, cela pourrait déclencher une réponse positive des autres petits pays, notamment les pays de l'Asie et du Pacifique, qui ont retardé l'adoption de règles et sont restés à l'écart. Les négociations permettront à ces pays de mieux comprendre en quoi consiste l'harmonisation réglementaire transfrontalière des dérivés.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Octobre 2015