



## Alors, qu'est-ce qui se passe avec les organismes de réglementation internationaux? Un compte rendu de l'assemblée annuelle des parties intéressées de l'OICV 1er et 2 juillet 2014

N° 76

Des marchés internationaux requièrent une coopération internationale d'une part entre les divers organismes de réglementation et d'autre part entre les organismes de réglementation et les parties intéressées. C'est pourquoi j'étais particulièrement heureux de participer, en tant que président du conseil d'administration de l'International Council of Securities Associations, à l'assemblée des parties intéressées de l'OICV tenue à Madrid les 1<sup>er</sup> et 2 juillet.

L'OICV, l'Organisation internationale des commissions de valeurs, est l'organisme qui représente les divers organismes de réglementation des valeurs mobilières à travers le monde. L'OICV est une tribune qui permet aux organismes de réglementation de discuter des politiques et réglementations à adopter pour s'occuper des marchés émergents et des changements institutionnels sur les marchés internationaux et régionaux. L'OICV fournit aussi aux pays émergents, qui constituent une proportion de plus en plus grande et importante des membres de l'OICV, des ressources en matière de réglementation et d'infrastructure afin de les aider à développer leurs marchés des capitaux pour financer les investissements et permettre la croissance économique. Cela devient particulièrement important alors qu'on s'attend à que les banques internationales diminuent leurs activités à l'étranger à cause des réformes réglementaires, ce qui forcera les économies émergentes à compter sur leurs propres marchés des capitaux pour financer leur croissance économique.

L'OICV est dirigée par le président du conseil d'administration, Greg Medcraft, qui dirige aussi la Commission australienne des valeurs mobilières et des investissements (ASIC), et par le secrétaire général, David Wright. Au cours des dernières années, Howard Wetston, président de la CVMO et vice président du conseil d'administration de l'OICV, a exercé beaucoup d'influence sur la conduite de l'organisation internationale. Et fait particulièrement important pour le Canada, Howard est membre du groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière. Nous y reviendrons plus tard. Bill Rice, président-directeur général de l'ASC, et Louis

Morissett, président-directeur général de l'AMF, participent aussi activement au programme réglementaire de l'OICV.

Le grand nombre de personnes au sein de son conseil d'administration et le nombre croissant de ses membres fournissent à l'OICV beaucoup de questions réglementaires à régler. L'objectif stratégique clé du conseil d'administration et de la direction de l'OICV est d'établir les questions prioritaires et de mobiliser des appuis en faveur du programme de l'OICV. Malgré des efforts pour limiter les questions à étudier, l'OICV est aux prises avec de nombreux problèmes réglementaires, dont le nombre ne cesse de s'accroître. Une telle situation est inévitable à cause du dynamisme et de l'innovation des marchés financiers et des divers besoins des membres de l'OICV.

### Connaître et limiter les risques

Pour établir sa stratégie, l'OICV a mené récemment un sondage auprès des participants au marché pour connaître les nouveaux risques sur les marchés internationaux. Un certain nombre de risques importants touchant les marchés ont été mis en évidence lors du dernier sondage, notamment : incertitude sur la réglementation à adopter en vertu des directives du G20; augmentation du nombre de réglementations adoptées localement et régionalement; menaces à la cybersécurité; persistance de la fragilité des banques d'importance systémique à cause de la présence d'actifs toxiques à leur bilan; retrait du capital de risque des marchés émergents à cause du resserrement de la politique monétaire et de la hausse des taux d'intérêt dans les économies développées.

Ce dont on ne rend pas compte parfois, c'est que cette pensée stratégique axée sur l'avenir a permis à l'OICV de connaître des succès historiques au cours des dernières années. Les principes établis par l'OICV sur les agences de notation de crédit ont été le catalyseur de l'agrément réciproque généralisé des agences de notation entre les ressorts. C'est ce qui a permis aux agences de notation de crédit d'être acceptées sur les marchés étrangers et aux valeurs mobilières qu'elles notent d'y

être négociées. Deuxièmement, les principes de l'OICV pour le calcul et la diffusion des indices de référence financiers sont maintenant devenus la norme sur les marchés internationaux.

### Réglementation transfrontalière

La question de la réglementation transfrontalière est devenue la priorité de l'OICV. Les efforts importants consentis pour réglementer la négociation et la compensation des titres sur les marchés des dérivés de gré à gré sont mentionnés comme l'exemple typique d'une mauvaise coordination entre les organismes de réglementation nationaux qui a résulté en l'adoption de règles et exigences parfois contradictoires entre les divers ressorts pour des opérations de négociation et compensation semblables, ce qui a augmenté inutilement les coûts de conformité et les inefficiences sur le marché et fragmenté ce qui était auparavant un marché international de gré à gré des dérivés étroitement coordonné. Cette situation est particulièrement décevante étant donné l'engagement formel des chefs d'états et de gouvernements présents au Sommet 2009 du G20 de « renforcer ensemble les normes afin que nos autorités nationales mettent en œuvre des normes mondiales de manière rigoureuse pour assurer l'égalité des conditions de concurrence et éviter la fragmentation des marchés, le protectionnisme et l'arbitrage réglementaire ».

La réglementation des marchés de gré à gré des dérivés régit : la mise en place de référentiels centraux pour négocier les dérivés; les conditions d'inscription des courtiers qui négocient des swaps; la négociation électronique obligatoire (sur des plateformes de négociation des swaps ou SEF); la compensation obligatoire des opérations par une contrepartie centrale (CCP); et des normes en matière de fonds propres pour les dérivés compensés par une CCP et les dérivés qui ne sont pas compensés par une CCP. Le problème résulte d'un manque d'efforts de la part des organismes de réglementation pour discuter des règles et en arriver à un consensus sur la structure et la forme. Il résulte aussi de l'intention délibérée de certains ressorts d'empêcher l'adoption de règles internationales en imposant leurs propres règles préparées d'avance.

Au lieu de s'harmoniser étroitement, les règles sur la négociation électronique, les conditions d'inscription, et les CCP obligatoires ont évolué indépendamment dans les différents ressorts. C'est pourquoi plusieurs courtiers inscrits aux États-Unis qui négocient des swaps n'ont pas le droit de compenser leurs opérations par une CCP enregistrée en Europe, et vice-versa. Cette discordance entre les règles a transformé le marché transatlantique intégré en des marchés régionaux indépendants. Par exemple, les swaps de taux d'intérêt en euros entre des cocontractants américains et européens sont passés de 25 % du marché à 6 %. De plus, la plupart des courtiers non inscrits aux États-Unis qui négocient des swaps ne font plus affaire avec des clients américains. Par ailleurs, les différences entre les règles empêchent à la fois les courtiers américains et européens de faire affaire avec les chambres de compensation asiatiques, ce qui a causé l'effondrement du volume et de la liquidité sur les marchés monétaires et les marchés des dérivés

de ces pays émergents. Enfin, maintenant que les SEF sont obligatoires, les participants au marché ont mentionné lors de récents sondages qu'il est peut-être vrai que la transparence s'est améliorée, cependant le coût des opérations, la liquidité et la facilité d'utilisation sont pires qu'avant.

La solution la plus simple aurait été la création d'un référentiel central mondial pour les dérivés de gré à gré qui aurait permis aux banques centrales et organismes de réglementation de connaître le volume mondial des opérations sur ces titres. L'objectif d'un seul référentiel central mondial n'a pas pu être atteint à cause du manque d'harmonisation réglementaire qui a laissé place à une série de référentiels centraux nationaux et régionaux avec différents systèmes et méthodes de regroupement. Cette situation rend impossible le regroupement de toutes les opérations effectuées dans le monde.

L'OICV a conclu que l'approche actuelle qui consiste à laisser les ressorts créer leur propre réglementation et à s'entendre entre eux pour superviser les activités sur les marchés internationaux est inefficace. De plus, l'OICV reconnaît qu'elle n'aura jamais l'autorité pour imposer une réglementation mondiale et en forcer la mise en application. Il reste à l'OICV la possibilité de concevoir un cadre formel convenu d'avance comprenant : consultation et coordination entre les gouvernements et les organismes de réglementation concernant la réglementation; création de directives pour évaluer l'équivalence entre les règles; normes en matière de surveillance et mise en application; entente sur les calendriers de mise en œuvre des réglementations; création de mécanismes pour reconnaître les normes réglementaires; création d'un mécanisme de résolution des différends entre les ressorts en matière d'équivalence réglementaire. Malgré tout, l'OICV reste optimiste sur les chances de mettre en application ce programme. Elle a permis jusqu'à maintenant la signature de 13 protocoles d'entente entre des ressorts sur des normes communes en matière de surveillance réglementaire.

L'OICV a constitué un groupe de travail qui publiera, probablement en septembre, un document de consultation sur un modèle transfrontalier d'approche coopérative en matière d'élaboration des règles et de reconnaissance réglementaire, assorti d'un appel à commentaires auprès des professionnels du marché. L'OICV publiera par la suite une version définitive du document qui coïncidera avec le Sommet du G20 à Brisbane en novembre. L'OICV a déjà beaucoup réfléchi au projet, en organisant trois séances de consultation avec des représentants internationaux du côté acheteur et du côté vendeur en avril et mai dernier à Hong Kong, Washington et London.

### Forum sur la réglementation transfrontalière

Un groupe d'associations professionnelles du secteur et des institutions multinationales ont mis sur pied le Forum sur la réglementation transfrontalière (CBRF) pour informer l'OICV des consultations menées auprès du secteur. L'International Council of Securities Associations (ICSA), présidée par l'ACCVM, a été nommée secrétaire du CBRF. Jusqu'à maintenant, le

CBRF a publié un document sur les principes directeurs s'appliquant à la réglementation transfrontalière, et un rapport détaillé qui : i) répond aux questions posées par le groupe de travail de l'OICV lors de ses trois séances de consultation, et ii) décrit des situations problématiques sur les marchés internationaux de gré à gré des dérivés. Le [rapport du CBRF<sup>1</sup>](#) (en anglais seulement) contient trois recommandations clés pour améliorer l'harmonisation de la réglementation transfrontalière, bien résumées sur le site Web Regulation Asia par Ken Bentsen, président et chef de la direction de la SIFMA, qui a été récemment nommé à la tête des Global Financial Markets Associations (GFMA) : *efforts pour faciliter les discussions internationales entre les décideurs politiques, les autorités de réglementation et les législateurs dès le début du processus d'élaboration d'une réglementation; coordination internationale entre les organismes de réglementation pour s'entendre sur un calendrier raisonnable de mise en œuvre des nouvelles règles; et création de mécanismes de coopération et consultation bilatéraux pour déceler les contradictions réglementaires et convoquer les organismes de réglementation pour qu'ils s'entendent sur des solutions internationales.*

Le CBRF a l'intention de répondre officiellement au document de consultation de l'OICV qui sera publié en septembre.

Le personnel de l'OICV s'attend à ce que la mise au point d'une « trousse » pour harmoniser davantage la réglementation transfrontalière et de mécanismes pour comparer les réglementations et favoriser la reconnaissance transfrontalière seront utiles non seulement pour réglementer les marchés de gré à gré des dérivés, mais aussi pour la mise en place d'une réglementation transfrontalière efficiente afin de permettre au secteur non bancaire (ce qui est appelé le système bancaire parallèle constitué de placements privés et de fonds de couverture, les marchés de titrisation, les marchés des mises en pension, et les marchés de prêts de titres) de continuer ses activités de financement sur les marchés. La trousse pourrait aussi inciter les organismes de réglementation à mettre en place un référentiel central international pour les dérivés de gré à gré.

### **Encourager le développement durable des financements par le marché**

L'OICV affirme qu'une priorité de la réforme réglementaire et structurale devrait être d'assurer le développement durable des financements par le marché, tant sur les marchés des obligations de sociétés que les marchés des titres adossés à des actifs de grande qualité, comme solution de rechange aux prêts bancaires, à cause des règles plus strictes en matière de fonds propres et du repli probable des banques causé par des restrictions en matière de fonds propres, ratio financier et liquidité. Le volume des financements par émissions d'obligations de sociétés a beaucoup augmenté, particulièrement pour les émetteurs de plus grande taille.

1 <http://iiac.ca/wp-content/uploads/CBRF-Response-to-IOSCO-Questionnaire.pdf>

Le problème toutefois est la liquidité du marché secondaire, particulièrement sur les marchés européens, car les règles plus strictes sur les fonds propres ont diminué les stocks des courtiers et nuit aux activités de tenue de marché. C'est pourquoi les fonds institutionnels détiennent les titres plus longtemps que normalement. La faible liquidité des marchés obligataires rend difficile les évaluations et laisse les institutions et les investisseurs qui détiennent des obligations aux prises avec des risques de pertes plus grands à cause de l'augmentation des rendements obligataires parce que les institutions ont plus de difficulté à rectifier leurs portefeuilles d'obligations.

L'OICV a aussi insisté sur l'importance de fournir des renseignements standards sur les obligations de sociétés et les titres adossés à des actifs de grande qualité pour susciter davantage l'intérêt des investisseurs, augmenter la popularité des nouvelles émissions et améliorer la liquidité du marché. Standardiser les renseignements fournis est particulièrement important à cause des abus concernant les renseignements sur les actifs, et les risques qui en ont résulté, qui ont été mis en évidence lors de la crise financière. Les marchés de titrisation ont été en bonne partie inactifs au cours des cinq dernières années. Des produits titrisés de grande qualité ont un rôle positif à jouer sur les marchés financiers, car ils permettent aux banques, aux prises avec des règles strictes en matière de fonds propres et de levier financier, de faire plus de prêts aux entreprises en vendant ces prêts sur les marchés sous forme de titres adossés à des actifs. Standardiser les pratiques en matière de renseignements fournis sur les titres adossés à des actifs suscitera davantage l'intérêt et la demande des grands fonds d'investissement et des caisses de retraite.

### **Gouvernance d'entreprise : régler les problèmes**

En 2010, l'OICV a élaboré des principes généraux sur la gouvernance d'entreprise. Cependant, la période qui a suivi la crise financière a mis en évidence de sérieuses lacunes dans la gouvernance d'entreprise. On s'est rendu compte qu'il y avait eu beaucoup d'infractions réglementaires et de crimes commis par les banques internationales de grande taille dans tout le secteur financier international. Ces activités illégales ont été généralisées et elles ont consisté en : des activités de négociation interdites; du recyclage des produits de la criminalité; des infractions aux sanctions commerciales; et de la manipulation du cours des indices financiers.

Pour plusieurs observateurs, les règles sur la gouvernance d'entreprise ont été un échec spectaculaire sur le plan de l'éthique, tant à la tête que dans les divers groupes d'exploitation des institutions financières. La preuve a aussi révélé que les investisseurs n'ont pas joué leur rôle de s'assurer que la conduite au sein de l'entreprise encourage une culture d'entreprise positive. En effet, ils n'ont exercé aucune activité de supervision ou de discipline. L'OICV s'est rendu compte notamment de deux stratégies qui ont été utilisées pour détourner l'attention des fondamentaux à long terme de l'entreprise : augmentation de l'utilisation de l'indexation des placements et de très courtes périodes de détention, ce qui

explique l'augmentation des activités de négociation à haute fréquence sur les marchés financiers.

**Instaurer une culture axée sur l'éthique : une responsabilité des organismes de réglementation?**

Le consensus qui s'est dégagé lors de l'assemblée des parties intéressées est que les institutions financières, particulièrement les grandes entreprises, n'ont pas imposé une culture positive axée sur l'éthique et mis en place une approche axée sur le client à tous les échelons de l'entreprise. Cependant, on ne s'est pas entendu sur les solutions à apporter. Certains participants ont demandé à l'OICV d'élaborer des principes pour mettre en place une culture positive dans les entreprises. Ces principes devraient préciser les responsabilités de chaque groupe d'exploitation de l'entreprise en plus des produits d'exploitation pour inclure la gestion des risques, la réputation de l'entreprise et l'approche axée sur le client, et mettre en place une culture d'entreprise basée sur la valeur.

On a convenu que les sociétés doivent préciser leur propre culture et que cette culture doit reposer sur l'éthique et s'appliquer selon un processus bureaucratique descendant et un processus bureaucratique ascendant. Cependant, on n'a pas pu dégager de consensus sur la conduite à tenir, car les participants considèrent que la culture est unique et propre à chaque entreprise, et elle doit relever de la responsabilité de chaque institution et non pas de la responsabilité des organismes de réglementation. D'autres ont mentionné l'urgence de terminer le vaste programme de réformes réglementaires qui est en cours actuellement.

**Conclusion : des questions mondiales nécessitent une coopération internationale**

L'effondrement financier de 2008 est venu nous rappeler l'interdépendance des marchés internationaux et l'urgence d'adopter les mêmes réformes partout dans le monde. L'OICV est l'une des rares institutions dans le monde qui peut coordonner l'adoption de mesures pour régler des problèmes internationaux et la problématique des réglementations transfrontalières. L'ACCVM se félicite de travailler avec l'OICV pour qu'elle puisse mettre en place son programme.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Août 2014