



INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA
ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES



LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 102

Sommes-nous au point culminant de la réforme mondiale?

Introduction

La crise financière mondiale de 2007-2008 a été suivie par une période intensive de réforme de la réglementation financière dans tous les pays développés. Au Sommet du G20 de septembre 2009 à Pittsburgh, les chefs de gouvernement ont décidé de réformer le marché des dérivés de gré à gré. Notamment, ils ont déclaré unanimement que tous les dérivés de gré à gré standardisés devront être négociés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique et compensés par des contreparties centrales.

Un autre résultat du Sommet du G20 à Pittsburgh a été la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) qui modifie les exigences concernant la protection des investisseurs, la transparence et la supervision en matière de produits et services financiers fournis par les banques.

Aux États Unis, la loi Dodd-Frank a été adoptée le 21 juillet 2010. Elle a été décrite comme étant la plus vaste réforme de la réglementation des services financiers depuis des décennies. La loi couvre plusieurs sujets, notamment la supervision du risque systémique, les conseillers en placement, les dérivés de gré à gré et l'amélioration de la protection des consommateurs.

Dans plusieurs cas, les réformes, en particulier la loi Dodd-Frank et la MiFID de l'UE, ont été adoptées pour mettre fin à l'agitation des marchés internationaux et corriger les failles des grandes banques. Dans certains cas, les réformes avaient commencé avant la crise financière. Par exemple, la Financial Services Authority du Royaume-Uni avait adopté en 2006 un ensemble de règles intitulé Retail Distribution Review dont l'objectif est d'augmenter la transparence et l'équité dans le secteur des valeurs mobilières. Un ensemble de nouvelles règles est entré en vigueur au début de 2013.

Au Canada, les réformes des marchés de détail ont commencé à partir du Rapport Stromberg publié au milieu des années 90 et du Modèle de traitement équitable proposé par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) au début des années

2000. Ces deux initiatives portaient sur une réforme réglementaire du secteur du courtage de détail des valeurs mobilières. Depuis plus de vingt ans, les organismes de réglementation canadiens travaillent à réformer le marché de détail.

De récents développements sur les marchés financiers internationaux suggèrent que les réformes sur les valeurs mobilières ont peut-être atteint leur point culminant et que le processus d'élaboration des règles ralentira et que, dans certains cas, il s'inversera.

1. Démantèlement de la loi Dodd-Frank par l'administration Trump

Le président élu des États Unis, Donald Trump, a déclaré qu'il abrogera au moins certaines sections de la loi Dodd Frank. Le secrétaire au Trésor qu'il a nommé, Steven Mnuchin, a déclaré que « le problème numéro un de la loi Dodd-Frank est qu'elle est trop compliquée et qu'elle diminue les activités de prêt ».

Il est probable que le Congrès, contrôlé par le Parti républicain, abrogera la norme fiduciaire adoptée par le ministère du Travail des États Unis à cause des difficultés d'application et des possibilités de conséquences imprévisibles. Il se peut aussi que l'analyse coûts-avantages sur une norme fiduciaire commune aux courtiers et contrepartistes assujettis à la FINRA et aux conseillers en placement inscrits (RIA) menée actuellement par la Securities and Exchange Commission (SEC) soit mise de côté.

Les organismes de réglementation des États Unis pourraient aussi abroger certaines règles de l'accord de Bâle III sur les fonds propres/la liquidité et se retirer du prochain accord de Bâle IV concernant les exigences de fonds propres pondérées en fonction des risques qui enlèvent aux banques de la souplesse pour établir leur propre modèle de gestion des risques.

FAITS SAILLANTS

Après huit ans d'intense activité réglementaire et presque de frénésie réglementaire, il y a un consensus de plus en plus large que les organismes de réglementation doivent prendre du recul et examiner l'impact de plusieurs de ces règles sur la liquidité du marché et l'activité économique. L'administration Trump servira de catalyseur pour mener cet examen.

Le processus mondial d'élaboration des règles visait principalement à augmenter la résilience des banques aux chocs économiques et financiers, et à renforcer les règles sur la négociation et la compensation des dérivés de gré à gré. D'importants progrès ont été réalisés. Cependant, on craint que ces règles aient incité les banques à diminuer leurs activités de prêts et de négociation des valeurs mobilières et qu'elles aient diminué la liquidité du marché des titres d'emprunt.

Le processus d'élaboration des règles se poursuivra. Il portera principalement sur l'amélioration des règles en vigueur pour bien atténuer les risques systémiques (p.ex. l'examen de la réglementation qui s'applique aux grands gestionnaires de fonds) et l'adoption de règles sur la transparence et les pratiques des marchés qui établissent un juste équilibre entre la protection des investisseurs/du marché et la liquidité des marchés/la mobilisation des capitaux.

2. Les règles du Comité de Bâle sont contestées par les banques et certains gouvernements

Les législateurs européens, avec à leur tête la Banque fédérale d'Allemagne, ont déjà fait part de leur opposition à la mise en œuvre des changements proposés à l'accord de Bâle III qui enlèvent aux banques la possibilité d'évaluer elles-mêmes les risques. La mise en œuvre de l'accord de Bâle IV renforcera les exigences en matière de fonds propres/liquidité auxquelles sont assujetties les banques européennes, ce qui nuira à leur capacité de financer le développement économique. Si l'administration Trump, avec l'appui du Congrès, ordonne aux organismes de réglementation de ne pas mettre en œuvre l'accord de Bâle IV, une pression supplémentaire s'exercera sur les législateurs et gouvernements européens pour faire de même avec les règles de l'accord de Bâle IV.

3. Les recommandations réglementaires du FSB auront un certain poids lors de la révision des règles

Le Conseil de stabilité financière (FSB) évalue les règles sur les fonds propres/la liquidité du système bancaire européen de même que la réglementation qui s'applique aux grands gestionnaires de fonds d'investissement. Il mène une analyse macroprudentielle tout en tenant compte de l'impact sur le fonctionnement et la liquidité des marchés obligataires.

Le vif débat sur la liquidité du marché obligataire et l'augmentation de la probabilité du recul des prix des obligations, particulièrement les obligations de sociétés, auront une incidence sur les recommandations du FSB. Les résultats des travaux du FSB et ses prises de position auront une grande influence sur les décisions de la Banque des règlements internationaux (BRI), du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et de chaque pays.

4. La baisse de la liquidité du marché obligataire force les organismes de réglementation à réviser leur réglementation

Au cours des dernières années, une divergence d'opinions intéressante est apparue entre les organismes de réglementation et les participants au marché sur l'importance de la détérioration de la liquidité du marché obligataire, particulièrement aux États-Unis, au Royaume Uni et dans l'Union européenne.

Les organismes de réglementation, de même que les analyses de la Réserve fédérale américaine et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), étaient relativement optimistes concernant la baisse de la liquidité du marché obligataire, alors que le secteur privé, fort de l'analyse détaillée menée par PwC et Oliver Wyman, interprétait les faits de façon plus négative.

La différence d'opinions est due en partie aux difficultés de regrouper les informations et l'importance relative concernant certains paramètres de liquidité.

Il y a de plus en plus de preuves, malgré différents points de vue sur les indicateurs conventionnels de liquidité, que les réformes macroprudentielles portant sur les stocks d'obligations, les opérations de pension contre remise de garanties et les prêts de valeurs mobilières ont modifié les activités de négociation en diminuant le volume des opérations et en augmentant les difficultés d'exécuter les ordres, du moins en retardant leur exécution. De plus, on reconnaît généralement que la liquidité des obligations est relativement faible, ce qui expose davantage les marchés aux chocs externes et les rend plus vulnérables. Le marché haussier des trente dernières années tire peut-être à sa fin, ce qui infléchira à la baisse les cours obligataires, surtout si la résurgence et la hausse de l'inflation persistent alors que la nouvelle administration américaine s'apprête à adopter un programme de croissance. Une telle situation pourrait favoriser l'adoption de changements aux règles sur les fonds propres/la liquidité et une plus grande prudence sur la mise en œuvre de règles concernant la transparence des marchés obligataires.

5. Appel à témoignages lancé par la Commission européenne

Dans la foulée de la crise financière, plus de 40 nouvelles sections législatives de l'Union européenne ont été adoptées pour rétablir la stabilité financière et restaurer la confiance sur les marchés. La Commission européenne a lancé un « Appel à témoignages », une consultation publique, pour obtenir des commentaires et des données empiriques sur les avantages, les conséquences imprévisibles, l'uniformité, et l'harmonisation de la législation financière adoptée en réponse à la crise financière.

Le 23 novembre 2016, la Commission européenne a publié les résultats de son appel à témoignages. En général, la majorité des participants appuient les réformes financières. Cependant, ils ont fourni des exemples de possibilités de frictions, de chevauchements et d'interactions imprévisibles entre les diverses réglementations. La Commission européenne a déclaré qu'elle : accordera une plus attention aux secteurs touchés par des règles susceptibles de diminuer les mouvements de capitaux dans l'économie; s'efforcera de mieux équilibrer la réglementation pour satisfaire à la fois le besoin de stabilité financière et le besoin de croissance économique; réduira la paperasse; adoptera des règles qui lui permettront d'atteindre ses objectifs tout en minimisant les coûts pour les sociétés et leurs clients; harmonisera l'ensemble de la réglementation; s'occupera des autres risques du secteur financier; augmentera la protection des investisseurs et consommateurs; modifiera la réglementation en fonction

des développements technologiques.

La Commission européenne prendra un certain nombre de mesures précises. Elle publiera le résultat de ses recherches ainsi que les prochaines étapes avant la fin de 2017. Il est important de souligner qu'étant donné les inquiétudes croissantes sur les possibilités de conséquences imprévisibles, il est probable que des pays n'appliqueront pas les propositions de Bâle.

En plus d'assurer le suivi de son appel à témoignages, la Commission européenne a aussi publié un rapport sur l'examen du Règlement sur l'infrastructure du marché européen (EMIR) qui porte sur l'amélioration des règles régissant les dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux.

6. Les codes de conduite comme solution de rechange à un cadre réglementaire en bonne et due forme

En juin 2014, la Banque d'Angleterre, le HM Treasury et la Financial Conduct Authority (FCA) ont lancé le Comité sur les marchés équitables et efficaces [Fair and Effective Markets Review (FEMR)] pour mener un examen exhaustif prospectif sur les pratiques du négoce en gros sur les marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières [Fixed Income, Currency and Commodities (FICC)] dans la foulée d'un certain nombre de scandales (par exemple, la manipulation du LIBOR) qui ont eu lieu sur les marchés financiers britanniques et internationaux. Pour s'occuper de ce projet, le FEMR a créé un nouveau Conseil sur les normes des marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières [FICC Markets Standards Board (FMSB)]. Le mandat du FEMR était de créer le FMSB dont la tâche est de mettre au point un code de conduite pour améliorer la qualité et clarifier davantage les pratiques du négoce en gros sur les marchés des FICC et en informer tout le marché.

Le FMSB a constitué une société à but non lucratif financée par les 36 institutions financières membres (25 du côté vendeur et 11 du côté acheteur) et il a mis sur pied des sous-comités permanents pour connaître les normes de conduite qui s'appliquent aux diverses activités sur les marchés des FICC. Jusqu'à maintenant, le FMSB a publié aux fins de commentaires des projets de normes sur la transparence dans les documents intitulés « Transactions au prix de référence sur les marchés des taux des titres à revenu fixe » et « Options binaires sur les marchés des matières premières ». Le FMSB collabore aussi à un projet en cours pour créer un code international des opérations sur les marchés de change. Se fier au respect d'un code de conduite convenu est considéré comme une solution de rechange efficace à l'adoption de règles précises, car elle donne aux sociétés de la souplesse pour se conformer aux normes.

Le FMSB a l'intention de faire adopter ses normes à l'échelle internationale pour harmoniser les pratiques de négociation partout dans le monde. Le succès des normes proposées par le FMSB et leur adoption par d'autres pays inciteront les organismes de réglementation à envisager l'adoption de codes de conduite à la place d'un cadre réglementaire en bonne et due forme.

7. Les organismes de réglementation ont appris de leurs erreurs

Les organismes de réglementation ont reconnu que la mise en œuvre incohérente et disparate des règles sur la négociation et la compensation des dérivés de gré à gré, encouragée dans certains pays par la possibilité de profiter des avantages d'être le chef de file et dans d'autres par le laisser-faire, a entraîné l'adoption de règles incohérentes et redondantes, et des perturbations dans les mouvements de capitaux entre les pays. Pour éviter de commettre les mêmes erreurs de nouveau, il est probable que le processus d'élaboration des règles ralentira beaucoup et qu'il sera plus réfléchi et plus coordonné, conformément aux résultats des consultations menées par l'OICV.

8. Il est probable que le rythme des réformes des organismes canadiens de réglementation soit modéré

Au Canada, il est probable qu'au cours des quelques prochaines années, le rythme d'adoption de nouvelles règles soit plus modéré. Il est même possible que certaines règles proposées soient abrogées.

Premièrement, les organismes de réglementation canadiens qui régissent les banques suivront ce que les autres pays décideront au sujet des règles de Bâle, notamment le rejet par les organismes de réglementation des États-Unis et de l'Union européenne des règles de Bâle III et Bâle IV, et la proposition de la BRI d'abroger dans les règles sur les fonds propres/la liquidité les articles qui traitent de la pondération des risques par les sociétés. Les organismes de réglementation canadiens se tiennent prêts à modifier les règles sur les fonds propres/la liquidité pour que les règles de Bâle qui régiront les banques canadiennes soient très semblables aux règles qui s'appliqueront aux banques américaines et européennes afin de ne pas nuire à la compétitivité des banques canadiennes.

Deuxièmement, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières se sont engagés à mener une analyse en profondeur des résultats de la mise en œuvre des règles du MRCC1 et du MRCC2. Puisque ces règles ont été imposées sans la tenue préalable d'une analyse coûts avantages en bonne et due forme, il est probable que des modifications soient apportées aux règles actuellement en vigueur.

Enfin, une analyse quantitative menée récemment par le secteur des valeurs mobilières montre que le projet de « réformes ciblées » augmentera beaucoup les coûts de conformité des grandes et petites sociétés. Ces résultats encourageront la tenue de larges consultations avec les participants au marché pour permettre l'adoption de règles pratiques et efficaces sur les obligations détaillées qui régissent les conseillers en placement.

Conclusion

En 2008, le système financier et bancaire international a frôlé l'effondrement total. Les bilans des banques étaient gonflés et il n'y avait pas assez de fonds propres pour couvrir les pertes. Lorsque les prix des actifs se sont effondrés, les résultats ont été catastrophiques. Il a fallu d'imposantes mesures de sauvetage financées par les contribuables pour rescaper le secteur et imposer une restructuration.

Durant les huit années qui ont suivi la crise financière, les organismes de réglementation régissant les banques et les valeurs mobilières ont redoublé d'efforts pour augmenter la résilience du système financier. Ils ont adopté des règles pour préserver les fonds propres, maintenir la liquidité et augmenter la transparence. Ils ont amélioré les règles sur les pratiques des marchés.

L'urgence et l'importance de la réforme, particulièrement dans les premières années, ont jeté les bases de conséquences excessives et imprévisibles. Il y a un consensus de plus en plus large que l'on est allé trop loin. Les organismes de réglementation de plusieurs pays font le point concernant l'impact des réformes sur les marchés et l'économie. Le peu de liquidité des marchés et la faiblesse pernicieuse de la croissance économique renforcent l'urgence de faire ces mises au point pour éviter de nuire indûment aux activités de négociation sur les marchés secondaires et à la mobilisation des capitaux.

Nous nous attendons à ce que l'étude en cours sur l'augmentation des coûts de conformité et l'impact de la réforme dans le secteur financier ralentira le processus d'élaboration des règles, permettra d'abroger certaines règles, incitera à assujettir le secteur à des normes exemplaires et renforcera la mise en application.

Nous avons probablement atteint le point culminant de la réforme. Cependant, cela ne signifie pas que les réformes cesseront subitement. Les prochaines réformes réglementaires ainsi que les changements aux manuels de réglementation se feront lentement et prudemment.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI

Président et chef de la direction de l'ACCVM
Décembre 2016