



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

LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 104

Plan d'action pour la réforme réglementaire : Discussions avec les organismes de réglementation internationaux



FAITS SAILLANTS

Les organismes de réglementation internationaux s'opposent vigoureusement aux demandes d'allègement des vastes réformes réglementaires du G20 qui ont été mises en place au cours des huit dernières années. Cependant, les mesures de déréglementation adoptées aux États-Unis et les préoccupations du secteur sur la diminution de la liquidité du marché des pensions pourraient provoquer des réajustements ciblés et modestes des exigences de couverture et d'encaisse.

Améliorer les pratiques de marché et la culture d'entreprise sur les marchés des FICC est hautement prioritaire pour les organismes de réglementation. Jusqu'à maintenant, les efforts ont été déployés dans différentes directions. Il est difficile d'espérer un consensus réglementaire dans un avenir prévisible qui permettrait d'harmoniser les pratiques de marché, ce qui est important pour éviter l'arbitrage réglementaire et la présence d'un ensemble disparate de réglementations sur les marchés boursiers internationaux.

INTRODUCTION

Les réformes réglementaires internationales sont importantes pour tous les membres de l'ACCVM. La semaine dernière, en tant que président de l'International Council of Securities Associations (ICSA), j'ai dirigé une délégation lors de diverses rencontres tenues à Londres et Bâle pour mieux comprendre les priorités et l'orientation des réformes réglementaires internationales, particulièrement celles ayant trait aux marchés des prêts de gros et des marchés des dérivés.

De toute évidence, les organismes de réglementation, notamment la Banque des règlements internationaux (BRI) et le Conseil de stabilité financière (FSB), résisteront aux demandes des sociétés d'alléger les contraintes prévues dans les réformes récentes. Au cours des neuf années qui ont suivi la crise financière de 2007-2008 et ses retombées immédiates, toutes les réformes contenues dans les directives du G20, incluant l'Accord de Bâle III sur le cadre réglementaire s'appliquant aux fonds propres et à l'encaisse, et les réformes des dérivés de gré à gré, ont été adoptées dans tous les pays importants – une réalisation remarquable. Les organismes de réglementation considèrent ces progrès comme un solide rempart contre la répétition de crises financières. Certes, les mesures de déréglementation prises par la nouvelle administration Trump, et aussi possiblement les négociations du Brexit, auront une influence. Cependant, il est plus probable que l'on s'opposera à un démantèlement important des réformes du G20 et que le recul sera limité. Toute modification au cadre réglementaire actuel sera examinée attentivement au point de vue de l'impact sur la mobilisation des capitaux et de la croissance économique, et il n'y aura pas beaucoup de changements.

IMPASSE AVEC LES ORGANISMES DE RÉGLEMENTATION : LA LIQUIDITÉ DU MARCHÉ OBLIGATAIRE

L'une des préoccupations majeures de tout le secteur international est la diminution de la liquidité sur les marchés des pensions et les marchés des obligations de sociétés, tant en Amérique du Nord qu'en Europe, et sur les marchés régionaux à travers le monde. Les discussions ont confirmé que les données et l'analyse de ces données n'ont pas convaincu les organismes de réglementation de l'existence d'un problème de liquidité généralisé sur les marchés des obligations de sociétés. Sans aucun doute, les données ne justifient pas à leurs yeux l'adoption de mesures compensatoires importantes sur le plan des réformes réglementaires. Il semble que nous ayons abouti à une impasse avec les organismes de réglementation concernant l'importance de la détérioration de la liquidité des obligations de sociétés. La divergence d'opinion entre l'ensemble des organismes de réglementation et le secteur concernant l'interprétation des données, l'impact des changements structurels sur les marchés – comme les plateformes de négociation électronique –, et le fait que la plupart des obligations sont très peu liquides, est très singulière. La situation des obligations émises par les pays et les grandes sociétés est moins préoccupante.

Le secteur international a fait valoir que la diminution de la liquidité sur les marchés des pensions et les marchés des obligations de sociétés est susceptible de rendre vulnérables les marchés des titres d'emprunt et les institutions prêteuses à de fortes perturbations sur les marchés des titres d'emprunt, car les chocs externes déclenchent des réajustements majeurs des portefeuilles et des prix des actifs qui peuvent à leur tour déstabiliser davantage les marchés en exagérant les fluctuations des prix des actifs.

On a insisté auprès des organismes de réglementation sur : l'importance critique des opérations de tenue de marché sur les marchés obligataires secondaires – les

participants du côté acheteur interviennent simplement quand tout va bien, ils suivent généralement les mouvements boursiers et ils n'interviennent pas pour fournir de la liquidité, particulièrement lorsque la conjoncture des marchés est difficile; et le fait que les teneurs de marché doivent obtenir un rendement adéquat ou être suffisamment rémunérés pour continuer à occuper leur fonction – il faut donc un écart de négociation suffisant et un coût du capital concurrentiel. Les opérations sur les titres à revenu fixe et la mobilisation des capitaux ont diminué à cause des faibles rendements des titres à revenu fixe. Une liquidité suffisante maintenant pourrait se révéler inadéquate si la conjoncture se détériore.

La BRI examine actuellement les marchés des pensions en Europe, considérés comme le marché indispensable au financement du système financier européen. Un marché des pensions qui fonctionne bien est aussi essentiel pour que les activités de tenue de marché portant sur les titres d'emprunt de sociétés soient efficaces. Le FSB, cependant, a refusé de tenir compte des propositions détaillées et exhaustives présentées par l'European Repo and Collateral Council (ERCC) qui a été mis sur pied par l'International Capital Market Association (ICMA) et qui est le consortium du secteur représentant les institutions financières actives sur les marchés boursiers européens. Certaines modifications ayant trait à des rajustements des ratios de levier financier et d'encaisse, et à l'amélioration des liens entre les systèmes de négociation et de compensation pour réaliser les rares garanties, sont des solutions qui pourraient répondre aux préoccupations sur les marchés des pensions.

LE MARCHÉ DES TITRES D'EMPRUNT : NÉCESSITÉ D'UN CONSENSUS RÉGLEMENTAIRE

Le secteur – sous la direction du Conseil sur les normes des marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières (FMSB) – a aussi mis l'accent sur la conduite et la culture des entreprises actives sur les marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières (FICC). La trouvaille intéressante du travail en cours concernant la conduite et la culture des entreprises actives sur les marchés des titres d'emprunt et les marchés des dérivés est que l'attitude des organismes de réglementation concernant les pratiques de marché n'est pas uniforme et qu'il n'est pas évident qu'un consensus sur les pratiques du marché des titres d'emprunt puisse être obtenu. Le FSB met l'accent sur la rémunération pour modifier les comportements, en encourageant par exemple une prise de risque responsable et une bonne culture d'entreprise. De son côté, l'OICV évalue ce qui se passe actuellement dans les pays les plus importants sur le plan des réglementations des pratiques de marché et de leur mise en application. Le travail le plus intéressant sur les pratiques de marché est le fait du FMSB. La méthode du FMSB est de mettre au point des normes ciblées de pratiques de marché s'appliquant à tous les aspects des activités de négociation sur les marchés secondaires et aussi des nouvelles émissions de titres.

Quatre normes ont été élaborées jusqu'à maintenant, cependant l'objectif est l'adoption d'un grand nombre de normes ciblées.

Le secteur appuie fortement cette démarche, car les normes fournissent des lignes directrices importantes aux négociateurs et aux sociétés dans l'exécution de leurs tâches. Par exemple, à quel moment des conversations ayant trait au marché menées entre négociateurs peuvent-elles être interprétées comme un ordre d'achat ou de vente? Il y a là une leçon à tirer pour les organismes canadiens de réglementation. Les projets de normes générales, comme la norme d'agir au mieux des intérêts du client qui fait partie des dernières propositions des ACVM, devraient être accompagnés de lignes directrices et de procédures détaillées pour permettre aux participants de bien se conformer au principe des normes. Sans ces lignes directrices détaillées, il y aura une diminution des activités boursières au détriment des investisseurs.

BARRIÈRES AUX ACTIVITÉS BOURSIÈRES TRANSFRONTALIÈRES : DES PROGRÈS BILATÉRAUX, MAIS PEU DE RÉSULTATS SUR LE PLAN MULTILATÉRAL

Le Forum sur la réglementation transfrontalière (FRTF) est un consortium international comprenant 50 associations professionnelles du secteur des services financiers, des banques d'investissement, des maisons de courtage et des exploitants d'infrastructures du marché qui se sont regroupés dans le but précis de fournir un rapport représentatif du secteur au groupe de travail sur les activités transfrontalières mis sur pied par l'OICV. L'OICV n'a pas été capable de proposer une solution multilatérale pour éliminer les barrières réglementaires aux activités boursières transfrontalières, par exemple un mécanisme de reconnaissance réglementaire appelé aussi régime de passeport, parce que les organismes de réglementation refusent de déléguer leur compétence.

Malgré ce manque de progrès et qu'il reste des dédoublements de règles et mesures de mises en application entre les pays, plusieurs problèmes graves sur les marchés des dérivés de gré à gré ont été réglés sur une base bilatérale entre certains pays. Nonobstant certaines différences, les principaux marchés des dérivés ont réussi à harmoniser assez bien leur réglementation. Il y a maintenant le risque que les premières mesures de dérégulation, particulièrement aux États Unis, nuisent à cette harmonisation et créent des conditions inéquitables qui nuiront à la compétitivité des marchés des dérivés de gré à gré qui ne sont pas situés aux États Unis. Le FRTF devra donc surveiller ces mesures de dérégulation au fur et à mesure qu'elles seront adoptées et encourager les organismes de réglementation des autres pays que les États Unis à adopter les mêmes mesures.

CONCLUSION

Il ressort manifestement des discussions avec les organismes de réglementation internationaux clés, notamment la BRI, le FSB et l'OICV, qu'on s'opposera vigoureusement aux demandes d'allègement des réformes réglementaires sur les marchés au comptant et les marchés des dérivés de gré à gré. Les efforts importants et exhaustifs déployés au cours des huit dernières années pour renforcer la résilience du système bancaire et des marchés internationaux ont beaucoup contribué à rendre plus

stable le système financier international. Les pressions pour obtenir des allègements continueront néanmoins à s'exercer à cause : des gouvernements qui considèrent que les réformes ont ralenti la reprise économique dans le monde, surtout en diminuant les prêts bancaires consentis aux entreprises; et des participants au marché qui s'inquiètent qu'en cas de chocs externes, la diminution de la liquidité des marchés des pensions et des marchés obligataires ne déclenche des réajustements de portefeuilles et de prix des actifs imprévus et importants.

Le mouvement de déréglementation aux États Unis et les préoccupations sur la liquidité des marchés des pensions en particulier, causeront probablement un allègement ciblé et modeste des réformes, comme un réajustement des exigences de couverture sur les marchés des dérivés de gré à gré et des changements techniques aux exigences d'encaisse prévues dans l'Accord de Bâle III. L'objectif de la réglementation sera de renforcer la résilience des marchés boursiers en augmentant la liquidité du marché (et en stimulant les prêts bancaires), tout en évitant de nuire au cadre de stabilité du système financier international.

Veillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Mars 2017