



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

LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 112

Besoin d'une meilleure coordination réglementaire sur les marchés internationaux : quelques réflexions sur la rencontre des parties intéressées de l'OICV tenue en octobre



FAITS SAILLANTS

L'impact extraterritorial important de la nouvelle Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) illustre bien le manque de coordination entre les ressorts lorsqu'il s'agit de formuler des règles qui s'appliquent à la même activité des marchés financiers. En fait, les ressorts accordent la priorité aux marchés régionaux et locaux au détriment des marchés internationaux. Par ailleurs, chaque ressort semble réticent à déléguer sa compétence à d'autres organismes de réglementation.

Les recommandations émises en 2015 par le groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière constituent un cadre efficace de consultation et de coordination des organismes de réglementation des valeurs mobilières de chaque ressort pour se pencher sur des règles en particulier, évaluer les capacités de mise en application et de surveillance des ressorts étrangers, et trouver des mécanismes pour s'occuper des différences de réglementation transfrontalière. Ce projet de cadre pourrait fonctionner efficacement si les gouvernements du G20 et le Financial Stability Board, en collaboration avec l'OICV, y participaient davantage.

Le 20 octobre, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a organisé une rencontre entre son conseil d'administration et un groupe diversifié de parties intéressées du secteur pour discuter du programme stratégique de l'OICV, notamment de la cybersécurité et de l'impartition dans le secteur des services financiers. C'était la première rencontre avec les parties intéressées depuis deux ans.

À retenir de ces discussions deux conclusions importantes. La première est qu'on pourrait améliorer la coordination du processus d'élaboration des règles par les organismes de réglementation de chaque ressort pour harmoniser davantage la réglementation transfrontalière. Les consultations pourraient aussi porter sur la mise au point de mécanismes acceptables pour gérer les différences réglementaires transfrontalières. Une telle coordination deviendra de plus en plus nécessaire alors que de nouvelles règles sont adoptées et que des organismes de réglementation suppriment des règles dans leur manuel de réglementation. La deuxième conclusion est que les risques d'une chute brutale des cours des actifs, et de ses répercussions sur l'économie mondiale, sont plus grands que jamais à cause du comportement des investisseurs et des vulnérabilités qui sous-tendent l'économie mondiale.

CONTEXTE

Dans la foulée immédiate de la crise financière 2008-2009, le G20 a entrepris une réforme en profondeur du cadre financier réglementaire international en se penchant sur les règles ayant trait à la négociation et à la compensation des dérivés négociés de gré à gré dans le but d'augmenter la transparence sur les marchés des dérivés, d'atténuer le risque systémique et de lutter contre les abus des marchés. Les dirigeants du G20 se sont entendus pour que tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés soient compensés par des contreparties centrales (CCP) réglementées et non pas par des ententes entre les deux parties à l'opération. Une avalanche de réglementations a suivi. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, les réformes se sont poursuivies avec des règles sur le renforcement de la surveillance

prudentielle des institutions financières dans le contexte de la faillite de plusieurs grandes institutions financières qui ont dû être renflouées par les contribuables.

Le processus d'élaboration des règles a cependant été un échec à cause d'un manque de coordination suffisante entre les organismes de réglementation de chaque ressort dans la conception des règles pour atteindre les mêmes objectifs et de l'incapacité à concevoir des mécanismes pour gérer les règles différentes afin de faciliter les mouvements transfrontaliers de valeurs mobilières.

C'est ainsi que le marché mondial des dérivés de gré à gré d'avant le krach financier s'est rapidement morcelé, car les marchés ont été obligés de se régionaliser. Les banques d'investissement internationales qui faisaient affaire dans plusieurs régions ont dû mettre au point des systèmes de conformité différents selon les régions, ce qui a beaucoup augmenté les coûts. Le morcellement du marché mondial a diminué la liquidité des marchés et il a restreint les choix et augmenté les coûts des participants au marché.

Au cours des quatre dernières années, les organismes de réglementation, notamment la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) et l'Union européenne, se sont employés avec diligence à modifier des règles et à trouver des solutions pour que les bourses et les chambres de compensation d'un ressort soient reconnues dans l'autre ressort. Des succès ont été enregistrés. L'OICV connaît bien ce dossier. En 2013, l'OICV avait mis sur pied un groupe de travail sur la réglementation transfrontalière pour favoriser une approche plus systématique et une plus grande collaboration entre les organismes de réglementation des divers ressorts et pour instaurer un ensemble de mécanismes afin de faciliter les activités commerciales transfrontalières. Le groupe de travail a fait deux constatations. Premièrement, les relations entre les ressorts membres de l'OICV ne peuvent pas devenir plus étroites qu'elles le sont actuellement. Le processus d'élaboration des règles est une démarche essentiellement locale, car il s'agit de répondre à des

préoccupations régionales. Certains ressorts tiennent absolument à être des « précurseurs » pour forcer les autres ressorts à suivre leur exemple. Cependant, une telle attitude ne fait que couper court aux discussions et elle incite les autres ressorts à faire ce qu'ils veulent en matière réglementaire. Deuxièmement, aucun ressort important n'est disposé à déléguer sa compétence à un autre ressort, même s'il s'agit de réglementer des activités limitées sur les marchés institutionnels.

DU DÉJÀ VU ENCORE ET TOUJOURS

Malgré les perturbations et les inefficiences des marchés causées par les réformes internationales réalisées entre 2009 et 2012, et en dépit des discussions informelles entre les ressorts pour faciliter les activités commerciales transfrontalières par la mise au point de solutions ponctuelles, nous sommes revenus au point de départ et nous commettons la même erreur. Au terme d'un vaste processus de consultation menée auprès des participants au marché en Europe, les organismes de réglementation de l'UE ont maintenant terminé la deuxième phase du « Big Bang » réglementaire, la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID II) et la réglementation sous-jacente qui encadrent l'exécution des opérations, la transparence, la ventilation des honoraires et des services, etc. Encore une fois, dans des domaines comme la transparence et la gestion des honoraires de recherche, les règles qui s'appliqueront dans l'UE sont différentes de celles des autres ressorts. Les sociétés étrangères qui font affaire en Europe devront donc s'astreindre avant la fin de l'année à l'exercice coûteux de se conformer à ces règles complexes et différentes.

Après l'entrée en vigueur de la MiFID II, la réglementation des marchés des titres d'emprunt et des dérivés continuera à évoluer alors que les organismes de réglementation des États Unis, de l'UE et d'autres ressorts s'apprêtent à déréglementer les marchés pour en améliorer le fonctionnement et faciliter la mobilisation des capitaux afin de stimuler la croissance. On craint cependant qu'encore une fois il y ait un manque de coordination entre les ressorts causant ainsi des changements de réglementation dans un ressort qui ne seront pas les mêmes dans les autres. L'OICV n'a pas le pouvoir d'imposer l'harmonisation ni un mécanisme pour faciliter les activités commerciales transfrontalières. Cependant, le Financial Stability Board (FSB), dont les membres sont les gouvernements du G20, a le pouvoir par l'intermédiaire des gouvernements du G20 d'inciter les organismes nationaux de réglementation à coordonner leurs objectifs réglementaires avec ceux de leurs homologues dans le but d'une plus grande harmonisation de la réglementation. Dans son rapport définitif (publié le 17 septembre 2015), le groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière a déclaré textuellement que l'OICV devrait collaborer plus étroitement avec le G20 et le FSB pour sensibiliser davantage sur les difficultés et les défis importants auxquels font face les membres de l'OICV concernant la réglementation transfrontalière, y compris le besoin de mieux définir la notion de « reconnaissance de compétence ». Ce programme devrait être prioritaire lors des prochaines rencontres de l'International Council of Securities Associations (ICSA) avec le FSB.

Le FSB pourrait créer un forum interactif, constitué de l'OICV et de représentants et d'organismes de réglementation des gouvernements du G20, pour discuter du programme de réglementation prévu des principaux ressorts, notamment en ce qui touche aux opérations à l'étranger sur les marchés institutionnels. De telles discussions fourniraient des indices importants sur les projets de réglementation et inciteraient les participants à réfléchir à des moyens pour harmoniser leurs règles afin de parvenir à mettre en place des marchés internationaux efficaces. Le forum pourrait aussi être une occasion pour discuter des travaux de l'OICV sur la gestion des différences de réglementation transfrontalière : i) critères pour évaluer le pouvoir de mise en application et de surveillance des ressorts étrangers, et ii) application d'un ensemble de mécanismes pour réduire les entraves réglementaires aux activités commerciales transfrontalières en établissant un système de traitement national, un système de passeport ou un système de reconnaissance formelle.

Le premier système – traitement national – désigne de manière générale un système dans lequel les participants étrangers à un marché sont sur le même pied d'égalité que les participants de ce marché pour ce qui est de l'accès au marché et des exigences réglementaires en vigueur, et ce indépendamment : de l'efficacité des exigences réglementaires du ressort étranger auxquelles sont assujettis les participants étrangers; des différences entre les exigences réglementaires du ressort étranger et les exigences réglementaires du ressort en question. Cependant, pour améliorer l'efficacité de leurs activités commerciales compte tenu du cadre réglementaire étranger auquel ils sont assujettis, les participants étrangers à un marché pourront obtenir des dispenses à certaines exigences réglementaires auxquelles sont assujettis les participants à ce marché.

Le deuxième système pour gérer les incohérences réglementaires est le système de passeport – une entente reposant sur un ensemble commun de règles, adoptées généralement en vertu d'une convention internationale ou d'une entente du même type, qui accorde l'accès au marché sans exiger d'autorisation. Le seul système de passeport qui existe en vertu d'une convention est l'UE, dans laquelle un gouvernement central supervise tous les états qui participent à l'entente de passeport, ce qui permet une mise en œuvre cohérente et des pratiques de surveillance harmonisées.

Le troisième système que les ressorts pourraient utiliser pour gérer les incohérences réglementaires entre les ressorts est la reconnaissance formelle (c. à d. la reconnaissance de compétence) unilatérale ou réciproque. À la suite du sommet du G20 de Saint-Pétersbourg qui a eu lieu en septembre 2013, les dirigeants du G20 se sont entendus que les organismes de réglementation devraient être autorisés à se fier à un organisme de réglementation étranger si la qualité de l'organisme de réglementation étranger le justifie. Il est donc nécessaire que l'organisme de réglementation hôte évalue les pratiques de supervision et les règles de l'organisme de réglementation étranger pour vérifier si les mêmes résultats sont obtenus.

RENCONTRE DES PARTIES INTÉRESSÉES DE L'OICV

À la dernière réunion des parties intéressées de l'OICV qui s'est tenue à la mi octobre, l'OICV a établi trois priorités stratégiques dans la lignée de sa mission fondamentale qui est de protéger les investisseurs et elle a organisé trois exposés sur la cybersécurité, l'impartition des services par les intermédiaires financiers et divers aspects de la protection des investisseurs : la formation des investisseurs, les renseignements à fournir, et les relations avec une clientèle âgée. Le perfectionnement constant de même que l'accroissement de la fréquence des cyberattaques sont vus comme une aggravation : des menaces qui pèsent sur la confidentialité des renseignements personnels; des risques de perte financière; des risques de perturbation majeure sur les marchés financiers. Les présentateurs ont souligné que la plupart des cyberattaques qui ont fait impression dernièrement (notamment les intrusions dans les bases de données d'Equifax, de la SEC et de Deloitte) sont le fait non pas de techniques sophistiquées, mais de la négligence à mettre en œuvre les composantes incontournables de toute protection : un accès trop ouvert des contrôles administratifs aux systèmes informatiques et le défaut de mettre en place des « correctifs » dans les sections sensibles des logiciels. Le programme de cybersécurité de l'OICV prévoit faire bon emploi des acquis réglementaires et des pratiques exemplaires actuellement en vigueur sur les marchés internationaux afin de déceler les lacunes réglementaires.

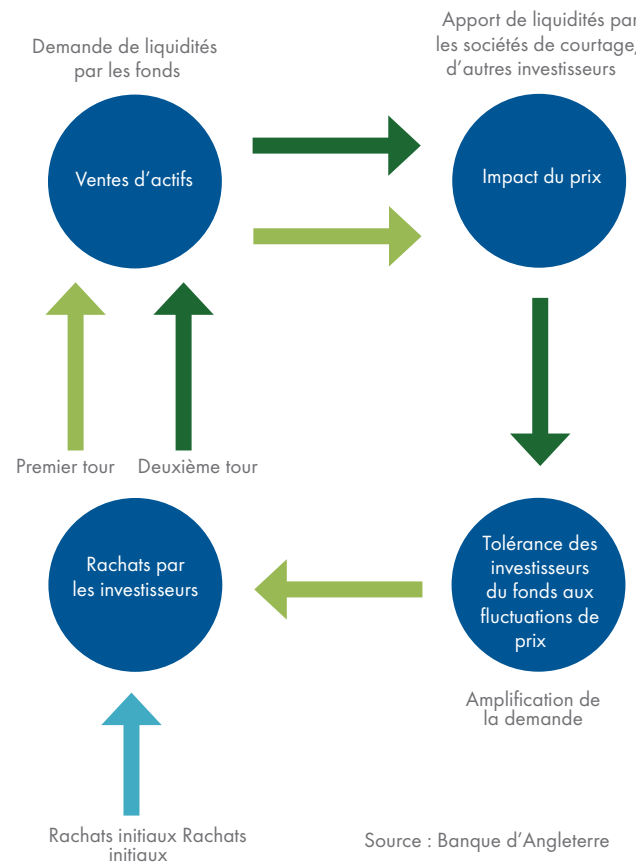
AGGRAVATION DU RISQUE SUR LES MARCHÉS INTERNATIONAUX

L'OICV sait que les intermédiaires ont imparti à des tiers certains services de post marché et de la salle des marchés pour gagner de l'efficacité, compenser le manque d'économie d'échelle et diminuer les coûts. Les systèmes impartis augmentent considérablement les risques et ce sont les intermédiaires qui restent responsables des activités imparties. L'OICV entreprendra une étude détaillée pour mieux comprendre la gamme des services impartis et les risques sous jacents et développer un modèle de bonnes pratiques du secteur afin d'aider les sociétés réglementées à gérer le risque en s'acquittant avec toute la diligence raisonnable nécessaire de leurs obligations en matière d'impartition, notamment la surveillance.

La réunion des parties intéressées de l'OICV ne comprenait pas une table ronde, comme on avait coutume de le faire au cours des dernières années, qui aurait permis aux participants de discuter des risques les plus graves que courent les marchés financiers internationaux. Cependant, deux hauts dirigeants de l'OICV, le président du conseil d'administration, Ashley Alder, et le secrétaire général, Paul Andrews, ont parlé dans leur mot d'ouverture des risques que court le système financier international, notamment les cybermenaces, les problèmes de liquidité obligataire, les risques de marché systémiques en périodes de crise causés par les gestionnaires de fonds, et le regroupement des risques de compensation dans des contreparties centrales (CCP).

Ashley Alder a évoqué la persistance d'une faible croissance économique dans les marchés internationaux, le maintien de

taux élevés de chômage, et la presque disparition de toutes les pressions inflationnistes. Constatant des signes précurseurs de reprise économique aux États Unis et en Europe, les banques centrales abandonnent progressivement leur politique monétaire d'assouplissement quantitatif et elles se préparent à un retour à la normale des taux d'intérêt. La mauvaise conjoncture économique des économies développées a déclenché un repli protectionniste et le populisme politique. La persistance de faibles taux d'intérêt a désavantagé les épargnants, mais elle encouragé les ménages et les gouvernements à s'endetter considérablement. Le surendettement européen ne fait peut être plus les manchettes, mais les décideurs politiques ne l'oublient pas. De plus, l'Europe et le R. U. doivent s'entendre sur une solution acceptable pour le Brexit. Des inquiétudes persistent sur l'accumulation massive de dettes en Chine.



M. Alder a décrit de façon efficace et succincte les évolutions en cours dans l'économie et le secteur financier. Cependant, il n'a pas discuté des conséquences sur l'aggravation des risques sur les marchés internationaux. Le contexte économique général décrit par M. Adler augmente le risque du déclenchement d'un choc majeur sur les marchés internationaux. Les marchés financiers internationaux sont vulnérables aux répercussions sérieuses d'évènements économiques et géopolitiques, même si beaucoup de progrès ont été réalisés pour protéger la stabilité du système bancaire. Le changement radical en faveur des fonds indiciels sous gestion passive et des produits dérivés (comme les FNB) a entraîné une concentration des activités de négociation dans les titres de référence de grande capitalisation. La popularité des placements indiciels sous gestion passive et l'importance de baisser les prix

et de minimiser les risques ont rapproché toutes les catégories d'actifs entre elles.

Au lieu de mettre l'accent sur les facteurs fondamentaux des entreprises et sur la valorisation des actifs, les marchés financiers ont été obnubilés par les assouplissements quantitatifs et les faibles taux d'intérêt, et par la croissance mondiale et la dynamique politique qui les sous-tendent. De plus, l'excellent synchronisme des fluctuations des diverses catégories d'actifs et l'accumulation de titres de référence dans les portefeuilles ont amené un grand nombre de gestionnaires institutionnels présents sur les marchés internationaux à augmenter considérablement la taille et les activités de leur entreprise.

Des chocs externes pourraient déclencher des baisses importantes du prix des actifs. En tant que teneurs de marché, les banques et les sociétés de courtage ont une capacité limitée pour faire face à un mouvement de vente précipitée, particulièrement de la part de gestionnaires de fonds qui sont aux prises avec : une forte exposition à la chute du prix des actifs; une accélération des retraits des clients à cause de l'effondrement du prix des titres; des liquidités insuffisantes pour éviter de grosses ventes d'actifs. L'effondrement accéléré du prix des actions et la brusque augmentation des taux d'intérêt (contemporaine à la chute du prix des obligations) toucheront rapidement l'économie réelle, torpillera l'amorce de reprise, et pourrait causer bien pire. Une étude récente de la Banque d'Angleterre a établi que des rachats hebdomadaires de fonds obligataires de sociétés de qualité supérieure de 1 % de tous les actifs nets sous gestion (du jamais vu depuis octobre 2008, au plus fort de la crise financière mondiale) provoqueraient une hausse de l'écart de rendement de 40 points de base des obligations de sociétés européennes de qualité supérieure. Des rachats de 1,3 % de tous les actifs nets pourraient augmenter l'écart de 70 points de base, ce qui équivaut à 50 % de leur valeur moyenne historique.

Il n'est pas étonnant que l'OICV et les autres organismes de réglementation aient insisté à juste titre pour que les gestionnaires de fonds réduisent l'exposition de leur bilan aux baisses des prix des actifs, notamment en diminuant l'usage du levier financier et en détenant beaucoup de liquidités. En outre, les organismes de réglementation continuent à examiner la liquidité des marchés obligataires de sociétés dans des conditions de marché difficiles.

EN RÉSUMÉ

Les défis de conformité extraterritoriale posés par la MiFID II interpellent le manque de coordination efficace entre les principaux ressorts en matière d'élaboration des règles, particulièrement pour les marchés de gros qui ont des ramifications internationales. Le travail de pionnier effectué entre 2013 et 2015 par le groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière dans le but de renforcer la coordination dans l'élaboration de la réglementation et de créer des mécanismes pour s'occuper des différences dans la réglementation transfrontalière a été contrecarré par la fixation intense des organismes de réglementation sur leur région et par leur réticence à déléguer leur compétence.

Le passage à une réglementation financière destinée à mettre fin à la persistance de la faible croissance économique, mené par la nouvelle administration américaine, suggère que d'autres changements réglementaires sont à venir. Le Financial Stability Board, avec ses gouvernements membres du G20 et la participation de l'OICV, a le pouvoir et les ressources pour mettre en place un forum de consultation officiel sur la réglementation des valeurs mobilières, pour renforcer la coordination des activités de réglementation et pour trouver des solutions aux différences dans la réglementation transfrontalière. Le déploiement de tels efforts s'ajouterait aux signes positifs récents de coopération entre des organismes de réglementation américains (Commodity Futures Trading Commission) et européens au sujet des règles sur les marges s'appliquant aux opérations de swap non compensées, permettant ainsi de réaliser des gains d'efficacité sur les marchés mondiaux des titres d'emprunt et des dérivés. Des marchés mondiaux qui fonctionnent mieux atténueront les risques importants sur ces marchés.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



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