



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



LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 96

Marchés de l'Union européenne :
réduction possible de l'augmentation du fardeau réglementaire
Observations sur l'assemblée générale et le congrès annuels de l'ICMA
19-20 mai 2016

FAITS SAILLANTS

Le système bancaire européen est sous pression. Le renforcement des exigences en matière de fonds propres et liquidité a provoqué des ventes d'actifs, une restructuration de l'exploitation et un repli des activités commerciales traditionnelles de prêt et négociation.

Les organismes de réglementation européens reconnaissent qu'il faut ajuster la réglementation pour stimuler la croissance.

Le Parlement européen et la Commission européenne ont lancé un « Appel à témoignages » formel pour savoir comment les règles augmentent le fardeau réglementaire, créent des incompatibilités et entraînent des conséquences imprévues.

Les organismes de réglementation canadiens n'ont pas suivi l'exemple de l'Union européenne en négligeant de mener un examen approfondi de l'impact du fardeau réglementaire sur les marchés canadiens.

L'assemblée générale et le congrès annuels de l'International Council of Securities Associations (ICMA) sont des événements sur les marchés mondiaux des titres de créance qui existent depuis longtemps et dont la renommée est internationale. Plus de 1000 délégués internationaux du secteur financier, notamment des dirigeants du côté acheteur et du côté vendeur du marché, des investisseurs, des gestionnaires de fonds d'investissement, des organismes de réglementation, des banques centrales et des fournisseurs d'infrastructures, se sont rassemblés en mai à Dublin en Irlande pour discuter des nouveautés sur les marchés et des changements réglementaires. J'ai assisté au congrès en tant que président du conseil d'administration de l'International Council of Securities Associations (ICSA) et de président et chef de la direction de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM).



Le thème général de tous les exposés et panels – et même des discussions informelles – a été la transformation structurelle des marchés des titres de créance qui se poursuit actuellement. Cette transformation résulte des perturbations sans précédent causées par les innovations technologiques dans le secteur financier, du regroupement des institutions qui exercent des

activités du côté acheteur, de la mondialisation des marchés et de l'effet cumulatif de l'augmentation du fardeau réglementaire sur les marchés primaire et secondaire. L'impact de ces facteurs sur les ajustements structurels s'est accentué à cause de la mauvaise conjoncture des marchés internationaux et de la persistance de taux d'intérêt faibles et négatifs.

Les discussions ont également porté sur la diminution de la liquidité du marché secondaire, la mise en place de l'Union des marchés des capitaux (CMU) planifiée par la Commission européenne, et l'adoption des Principes sur les obligations vertes.

Banques sous pression : le modèle traditionnel de courtier-contrepartiste est-il viable?

Il est évident que le système bancaire européen est sous pression. Les banques sont aux prises avec une diminution du ratio de marge bénéficiaire, causée par des taux d'intérêt qui ont atteint des creux historiques, une mauvaise conjoncture commerciale et même une réduction des fonds disponibles pour les prêts. Le FMI a signalé en avril que le tiers des banques de la zone euro ont de « sérieux problèmes » à maintenir leur rentabilité, alors qu'il s'agit de 15 % pour les banques des économies avancées.

Le renforcement des exigences s'appliquant aux banques internationales en matière de fonds propres et liquidité prévu par le dispositif de Bâle III a provoqué des ventes d'actifs, une restructuration de l'exploitation et un repli des activités commerciales traditionnelles de prêt et négociation. Nous avons vu de grandes banques d'investissement internationales rationaliser leurs activités, se départir de secteurs d'activité, et limiter l'éventail de leurs activités commerciales. De plus, les grandes institutions bancaires en Europe subissent les pressions des actionnaires qui veulent rajuster la rémunération des

dirigeants en fonction de la diminution de la rentabilité.

La politique monétaire accommodante de la Banque centrale européenne (BCE) – notamment ses programmes d’assouplissement quantitatif – a causé l’apparition de taux d’intérêt très bas et négatifs qui ont entravé les efforts des banques pour s’ajuster à la situation. Les achats massifs d’obligations gouvernementales et même d’obligations de sociétés par la banque centrale et la chute concomitante des rendements ont eu comme conséquence prévisible d’inciter les investisseurs, incluant les banques, à acheter des titres plus risqués avec un rendement supérieur. Cette conduite a diminué les bénéfices des banques, premièrement en diminuant l’écart des taux d’intérêt des actifs et passifs figurant au bilan, et deuxièmement en incitant les banques à acheter des titres plus risqués avec un coût en capital beaucoup plus élevé à cause des nouvelles exigences réglementaires.

Ces changements dans le système bancaire intégré ont exercé une pression énorme sur le modèle traditionnel de courtier-contrepartiste concernant les activités de teneur de marché et preneur ferme/placeur de nouvelles émissions de titres. Certains participants ont mis en doute la viabilité à long terme du modèle d’entreprise traditionnel et ils s’attendent à ce que les activités d’intermédiation soient exercées de plus en plus par les banques parallèles, particulièrement les fonds d’investissement gérés, et par le secteur émergent de la technologie financière. Alors que les banques parallèles et les sociétés de technologie financière augmentent leur part de marché dans les services financiers et les prêts, et que les plateformes électroniques de négociation sont de plus en plus populaires, la croissance des services d’intermédiation directe a été limitée. Néanmoins, les participants au marché s’inquiètent des changements radicaux à cause de la progression exponentielle, et non pas linéaire, de l’innovation technologique et de son impact sur les marchés.



Fardeau réglementaire : une certaine diminution possible?

Depuis un an environ, un changement radical s’est opéré au sein du Parlement européen et de la Commission européenne parce que l’impact du fardeau réglementaire sur le repli du marché est devenu plus évident alors que mobilisation des capitaux et l’économie se sont enlisées dans le marasme. On se rend compte de plus en plus qu’on

est allé trop loin pour préserver la stabilité financière au détriment de la mobilisation des capitaux et de la croissance économique. Les organismes de réglementation en Europe reconnaissent qu’il faut ajuster la réglementation pour mettre en place un programme de croissance positive.

Le Parlement européen et la Commission européenne ont lancé un « Appel à témoignages » formel pour savoir si le fardeau réglementaire de l’EMIR (Règlement sur l’infrastructure du marché européen sur les produits dérivés négociés de gré à gré), de la MiFID (Directive sur les marchés d’instruments financiers) et de la CRD (Directive sur les exigences de fonds propres) est excessif, et si oui quels en sont les excès. Les organismes de réglementation ont l’intention d’apporter les changements réglementaires appropriés si la présence d’exigences réglementaires excessives est démontrée. Les organismes de réglementation ont annoncé qu’ils s’engagent à superviser complètement les règles de « niveau 2 » (en plus des obligations prévues aux principes généraux intégrés dans la loi). Kay Swinburne, une députée du Parlement européen qui s’occupe de questions réglementaires, a reconnu que l’adoption des lois dans l’Union européenne avait été très rapide et qu’elle s’était faite de façon cloisonnée, ce qui a créé des chevauchements et incompatibilités dans les règles sur les services bancaires et les activités de négociation boursière.

Il est difficile d’être très optimiste sur les résultats des efforts de grande envergure déployés par l’Union européenne pour diminuer le fardeau réglementaire.

- Premièrement, la faible croissance est reliée davantage au surendettement des gouvernements et du système bancaire, et au manque de confiance des entreprises, qu’au fardeau réglementaire.
- Deuxièmement, l’Union européenne n’est pas prête à reculer sur les Accords de Bâle et à saper la stabilité financière du système bancaire si durement acquise.
- Troisièmement, les organismes de réglementation de l’Union européenne ne sont pas certains que les données démontrent sans équivoque une diminution de la liquidité des obligations de sociétés, malgré la présence de preuves empiriques. Le secteur devra redoubler d’efforts pour présenter un dossier solide, en produisant des données plus convaincantes qui justifient sa position et en fournissant des données empiriques qui illustrent le dommage sur l’économie réelle causé par la diminution de la liquidité du marché des titres de créance de sociétés.

Peut-être que le mieux que peut espérer le secteur est des changements ponctuels de certaines règles techniques, comme la règle sur l’adjudication des obligations, une prolongation possible des délais d’entrées en vigueur prévues au calendrier, et un allègement possible des règles sur les fonds propres, la liquidité et l’effet de levier au-delà des normes de l’Accord de Bâle III. Il est important de souligner que le Parlement européen a imposé des modifications aux normes de liquidité s’appliquant à la transparence du marché

obligatoire et qu'il a retardé l'entrée en vigueur de la MiFID II à cause du calendrier de mise en œuvre déraisonnable.

Il est étonnant que les organismes de réglementation canadiens n'aient pas suivi l'exemple de l'Union européenne en négligeant de mener un examen approfondi de l'impact du fardeau réglementaire sur les marchés canadiens. En effet, le fardeau réglementaire des sociétés de courtage, grandes et petites, a beaucoup augmenté durant la période qui a suivi la crise financière à cause du grand nombre de règles de portée générale qui ont été adoptées. De plus, les activités de financement et négociation, particulièrement pour les entreprises de petite et moyenne tailles, ont chuté abruptement dans la période qui a suivi la crise. Il est certain que plusieurs facteurs sont responsables de cet effondrement des activités de financement et négociation. Cependant, le fardeau réglementaire est clairement un facteur important. L'impact du fardeau réglementaire sur les marchés est particulièrement pertinent à cause de l'ajout constant de règles et réglementations sur les marchés institutionnels et de détail sans mener au préalable d'analyses coûts avantages approfondies ou sans réviser périodiquement en détail l'impact des nouvelles règles sur le marché.

Nécessité de stimuler la mobilisation et la croissance des capitaux

L'examen et l'évaluation du fardeau réglementaire actuel entrepris par Bruxelles en utilisant l'« Appel à témoignages » sont un moyen de relancer les activités sur les marchés des capitaux. Les organismes de réglementation se rendent compte aussi de la nécessité de renforcer et diversifier les marchés européens des capitaux, car le secteur financier en Europe est trop dépendant des activités de financement et négociation menées par les banques.

L'Union des marchés des capitaux (CMU) a été conçue pour mettre en place des marchés des capitaux plus dynamiques, particulièrement dans le but de financer les entreprises émergentes de petite et moyenne tailles et les projets d'infrastructure en Europe. Plus de profondeur et d'intégration des marchés des capitaux diminueront les coûts de financement et renforceront le système financier. L'objectif de la CMU est d'harmoniser davantage les réglementations des valeurs mobilières auxquelles sont assujettis les marchés de chaque pays européen. L'adoption d'un seul manuel de réglementation qui régit les fonds propres, les activités de négociation boursière et la transparence des marchés est une mesure positive. La CMU a une plus grande envergure que ces règles, car elle standardise les titres adossés à des actifs afin d'augmenter la liquidité du marché des obligations titrisées, ce qui relancera les activités de financement des petites et moyennes entreprises. En effet, les banques pourront alors titriser les prêts aux petites et moyennes entreprises et les vendre à des investisseurs sur les marchés boursiers. De plus, une plus grande standardisation des lois sur la faillite pourrait augmenter l'efficacité et la profondeur des marchés des actions, tant privés que boursiers.

Enfin, la Commission européenne lancera des consultations publiques pour connaître les barrières, mises en place par les normes adoptées par les organismes de supervision nationaux, auxquelles sont assujettis les fonds d'investissement qui exercent des activités transfrontalières.

L'Union européenne continue à se pencher sur le financement traditionnel des petites et moyennes entreprises au moyen des prêts bancaires traditionnels. Cela explique l'accent mis sur l'amélioration des normes de titrisation pour assainir les bilans des banques pour qu'elles puissent prêter davantage. Cependant, ce dont ont vraiment besoin les entreprises pour démarrer et croître, c'est de mobiliser des capitaux dans le secteur privé en vendant des actions de petites entreprises cotées en bourse à des investisseurs providentiels, fonds de capital de risque et investisseurs de détail. Le Royaume-Uni a connu la plus importante croissance de petites entreprises de toute l'Europe en créant des programmes de financement assortis d'incitatifs fiscaux, tels que le Programme d'investissement dans l'entreprise (EIS), pour aider les entreprises nouvelles et en démarrage à vendre leurs actions. Même si la politique fiscale n'est pas du ressort de la Commission européenne, mais de chaque gouvernement national, l'Union européenne pourrait jouer un rôle constructif en déterminant les meilleurs incitatifs fiscaux et la structure de marché idéale pour favoriser les ventes d'actions de petites entreprises dans les pays européens.

Conclusion : relever les défis

L'austérité structurelle à l'innovation technologique, le regroupement des institutions du côté acheteur, la mondialisation des marchés et l'augmentation du fardeau réglementaire ont constitué un défi encore plus grand à cause de la mauvaise conjoncture des marchés internationaux et de la persistance des taux d'intérêt faibles et négatifs. Ces causes sont prioritaires pour les institutions du côté acheteur et les banques d'investissement européennes. Le congrès de l'ICMA l'a établi clairement.

Les bonnes nouvelles sont que la Commission européenne est sérieuse au sujet d'une « meilleure réglementation ». Elle s'est rendu compte que la réglementation qui a été adoptée après la crise l'a été en toute hâte et inévitablement de façon cloisonnée. La probabilité que les organismes de réglementation de l'époque aient eu raison sur toute la ligne était de zéro. Les organismes de réglementation ont l'intention d'apporter les changements réglementaires appropriés si la présence d'exigences réglementaires excessives est démontrée.

Cela souligne l'importance que les organismes de réglementation canadiens mènent des analyses coûts avantages rigoureuses de tous les projets de nouvelles réglementations pour confirmer que leurs avantages sont plus grands que les coûts supplémentaires imposés aux sociétés et conseillers inscrits, et à leurs clients. L'efficacité et la compétitivité des marchés canadiens des capitaux sont en jeu.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Juin 2016