



# LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 99

Les « priorités absolues » de la Cité de Londres : observations récentes recueillies lors des réunions de l'ICSA tenues à Londres en septembre

## FAITS SAILLANTS

Les activités commerciales de 5000 sociétés de services financiers dont le siège social est au R. U. seront sérieusement perturbées s'il n'est pas possible d'obtenir lors des négociations la création d'un « marché unifié » ou un régime de passeport.

Pour en arriver à conclure une entente acceptable avec l'UE, il faudra probablement que la Grande-Bretagne adopte une « position laxiste » sur le Brexit ayant trait à la souveraineté des lois du R. U. et au contrôle de l'immigration.

Il est essentiel de conclure une entente transitoire qui sera en vigueur durant la période suivant le délai de négociation prévu à l'article 50 afin d'éviter des ajustements structurels institutionnels préventifs ou des perturbations soudaines sur les marchés qui découleraient de la mise en application des nouvelles conditions pour mener des activités de négociation.

36 sociétés financières londoniennes provenant du côté vendeur et du côté acheteur collaborent à la mise au point de normes de marché détaillées et d'un cadre de conformité pour améliorer les comportements sur les marchés des FICC. Cette collaboration est une réponse à la suite des scandales de manipulation des cours sur les marchés des titres d'emprunt et les marchés des dérivés.

L'ACCVM et son Comité des marchés des titres d'emprunt examineront en détail les nouvelles normes du marché des FICC, en suivant le développement et la mise en œuvre, et étudieront le bien-fondé d'une version canadienne des normes du marché des FICC.

## INTRODUCTION

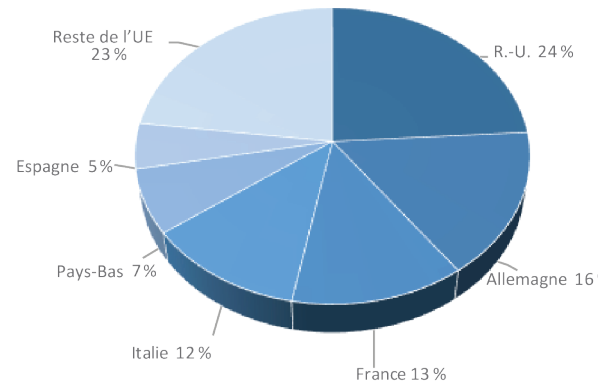
Tout au long de l'été, deux questions ont dominé les discussions et débats dans la Cité de Londres – le Brexit et la mise en œuvre des recommandations du Comité sur les marchés équitables et efficaces [Fair and Effective Markets Review (FEMR)]. La capacité du secteur des services financiers à s'occuper de ces questions aura un impact important sur l'avenir des marchés des capitaux au R. U.

Mes rencontres avec les membres du conseil d'administration de l'International Council of Securities Associations (ICSA) et des professionnels de la City, avec Elizabeth Corley et Mark Yallop – respectivement présidente sortante et président récemment nommé du Conseil sur les normes des marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières [Fixed Income, Currency and Commodities (FICC) Markets Standards Board (FMSB)] –, m'ont permis de mieux comprendre le contenu et les conséquences du Brexit et des normes qui seront adoptées par le FMSB.

Depuis le vote pour le Brexit le 23 juin, les discussions des professionnels de la City ont porté sur l'approche et la stratégie optimales du gouvernement britannique pour négocier un accord de libre échange ou de libre marché avec l'Union européenne afin que les sociétés dont le siège social est au R. U. puissent continuer à avoir le droit de vendre des services financiers partout en Europe. Il est indispensable que les négociations soient couronnées de succès. Le secteur financier britannique génère presque le quart de tous les produits d'exploitation de l'UE provenant des services financiers et il est responsable de 40 % des exportations de services financiers de l'UE.

Il est admis que le gouvernement britannique n'avait pas de plan B pour se préparer au Brexit. Le gouvernement May travaille d'arrache-pied à élaborer un plan. Le défi est de taille, car toute entente commerciale nécessitera un certain compromis sur la souveraineté britannique ayant trait à l'immigration et sur des apports financiers à l'UE, justement les deux caractéristiques de l'UE que la majorité des Britanniques ont rejetées.

Part des services financiers dans l'UE  
Valeur brute ajoutée



Source d'information : Banque d'Angleterre

Le FEMR a publié son rapport de mise en œuvre en juillet 2016 annonçant la mise en place d'un nouveau FMSB pour créer et mettre en œuvre un code de conduite et des normes qui s'appliquent aux activités de négociation sur les marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières. Ces recommandations ont été adoptées dans la foulée de la suite ininterrompue de scandales sur les marchés financiers au cours des dernières années. Pour surveiller la mise en application des normes, le FMSB s'appuiera sur la supervision réglementaire et les procédures mises en place par les sociétés à l'interne. Le Conseil a aussi reconnu que les normes devront être adoptées sous une forme ou sous une autre dans les ressorts étrangers à cause de la dimension internationale des marchés des FICC et de la possibilité d'arbitrage réglementaire.

## LE DANGER DU BREXIT POUR LES MARCHÉS DE LONDRES

La primauté de Londres comme centre financier international n'a pas cessé d'évoluer au cours des trente dernières années. L'ère contemporaine des marchés de Londres a commencé avec la rationalisation des institutions et la restructuration massive lors du « Big Bang

» de la fin des années 1980 alors que le système en place a été démantelé et que les institutions étrangères ont été autorisées à s'installer sur le marché de Londres, ce qui a permis à des banques d'investissement dont le siège social est à New York de prendre rapidement des parts de marché. Auparavant, l'entrée du R. U. dans la Communauté économique européenne (CEE) en 1973 avait aidé les institutions basées à Londres à faire affaire en Europe à cause particulièrement de la libéralisation du commerce et de l'abolition des restrictions aux mouvements de capitaux en Europe. Londres est devenue rapidement le centre financier en Europe. Les institutions étrangères se sont installées en masse à Londres de même qu'un grand nombre de professionnels polyglottes compétents, pour profiter de l'infrastructure financière, juridique et comptable déjà en place et d'un régime de passeport qui fournit un libre accès aux clients institutionnels et de détail partout en Europe.



Source d'information : The CityUK

Le Brexit compromet tout cela maintenant. La sortie du R. U. de l'UE implique la perte des droits accordés par le régime de passeport aux institutions et professionnels qui offrent des services financiers aux investisseurs institutionnels et de détail européens, et aux grandes entreprises, à partir de leur plateforme londonienne. Il n'est pas réaliste de penser que Londres puisse se réorienter vers des marchés non européens pour tenter de compenser la perte du marché unifié européen, comme le suggérait Lord Nigel Lawson, ancien chancelier de l'Échiquier. Les banques d'investissement internationales dont le siège social est à Londres sont déjà bien en place dans les autres centres internationaux majeurs, comme New York, Tokyo et Hong Kong. La perte du marché unifié provoquera inévitablement la relocalisation et la restructuration des activités commerciales actuelles pour conserver l'accès aux marchés européens et continuer à faire affaire avec les clients existants. Il y aura donc une diminution nette des activités financières à Londres.

## DÉROULEMENT ET RÉSULTATS DES NÉGOCIATIONS

Trois questions viennent immédiatement à l'esprit : ii) quelles seront l'approche et la stratégie de négociation du nouveau gouvernement conservateur pour maintenir le libre accès au

marché unifié européen; ii) combien de temps faudra-t-il pour conclure les négociations et faire le point sur la situation; iii) quelle sera l'ampleur des perturbations financières des institutions londoniennes si les négociations traînent en longueur, n'aboutissent pas ou sont rompues? Le R. U. annoncera au début de l'année prochaine son intention de quitter l'UE par l'application de l'article 50. Il y aura alors un délai de deux ans pour en arriver à une entente. À défaut d'une entente conclue et ratifiée dans ce délai par les 29 pays membres de l'UE, le R. U. sera formellement exclu de l'UE avec toutes les conséquences que cela comporte. Il y a beaucoup d'incertitude sur les négociations qui s'en viennent – par exemple, si le gouvernement actuel ou un nouveau gouvernement (s'il y a des élections entre-temps) adoptait une autre position, le processus enclenché par l'article 50 pourrait-il être arrêté? De plus, on croit de plus en plus qu'il sera difficile de conclure une entente dans le délai prévu de deux ans à cause de la complexité inévitable des négociations. Il se pourrait bien qu'aucune entente ne soit conclue dans le délai imparti. La Grande Bretagne serait alors expulsée, quitte à revenir si une entente définitive est conclue. Une période de transition, en plus de la période de négociation de deux ans qui est prévue, serait alors nécessaire pour éviter des perturbations massives sur les marchés financiers de Londres et de l'UE.

À la mi-septembre, quatre organisations de défense des intérêts du secteur américain de services financiers ont écrit au secrétaire au Trésor des États Unis, Jacob Lew, pour lui faire part de l'importance des marchés du R. U. pour les institutions financières américaines. Plus de 40 % des exportations américaines de services financiers en Europe passent par le R. U. La plupart des institutions financières américaines majeures sont bien établies à Londres et elles profitent du régime de passeport unique pour faire affaire avec leurs clients de l'Union européenne.

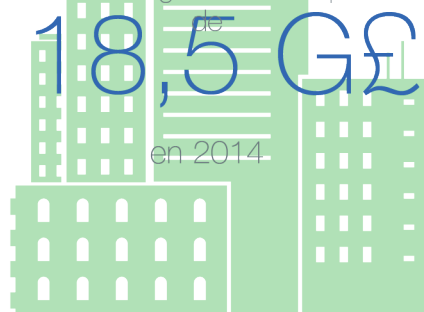


Source d'information : The CityUK

Il est indispensable de ne pas interrompre ces échanges commerciaux. Le secteur financier américain a recommandé que : i) les négociations soient transparentes; ii) les parties intéressées soient systématiquement consultées durant les négociations; iii) les deux parties, le R. U. et l'UE, prévoient des mécanismes pour l'application de normes internationales; et iv) les responsables politiques adoptent rapidement des dispositions temporaires

transitoires pour aider les sociétés de services financiers à s'adapter et se conformer à tous les changements institutionnels et juridiques touchant le commerce et les placements entre l'UE et le R. U.

## LES EXPORTATIONS DE SERVICES FINANCIERS du R. U. vers l'UE ont généré un surplus commercial



Source d'information : The CityUK

Il reste la possibilité qu'à court terme, les sociétés attendent de savoir à quoi s'en tenir sur ce qui se passe avant de prendre des décisions d'investissement, ou qu'en dernier ressort, avant la conclusion des négociations, elles délocalisent certaines de leurs activités à l'extérieur de Londres – ce qui causera du tort à l'économie de Londres. L'impact financier immédiat du Brexit s'est limité à la dévaluation de la livre sterling dont les contrecoups financiers ont été minimisés par les mesures prises par la Banque d'Angleterre. À court terme, alors que débiteront les négociations, il est probable que le Brexit aura une incidence négative modérée sur l'économie et les marchés financiers, car les entreprises reporteront leurs décisions de dépenses. L'impact concret du Brexit sur les marchés financiers et les dépenses intérieures se fera sentir seulement lorsqu'on saura davantage à quoi s'en tenir sur les négociations et s'il semble facile ou impossible d'obtenir un accès acceptable au marché. Pour se faire une idée de la situation, il serait peut-être utile de se rappeler qu'il a fallu sept ans au Canada pour conclure officiellement un accord de libre échange avec l'UE, que les discussions se poursuivent et que l'entente n'a pas encore été ratifiée.

Les optimistes croient que les négociations entre le R. U. et l'UE se dérouleront assez rondement et rapidement, car c'est dans l'intérêt de tous. En outre, la meilleure entente pourrait ne pas être aussi favorable que celle qui était en vigueur auparavant. En effet, lors de son adhésion à l'UE, le R. U. avait obtenu des conditions relativement avantageuses.

## PERTURBATION DES ÉCHANGES FINANCIERS CAUSÉE PAR LA PERTE DU MARCHÉ UNIFIÉ

Il y a d'autres inconnus que le déroulement et l'issue des négociations. La gravité de la perturbation subie par les sociétés de services financiers du fait de la perte du marché unifié et des droits accordés par le régime de passeport dépendra de la nature des affaires qu'elles mènent dans l'UE et aussi de l'ampleur des activités commerciales qui sont actuellement générées par leurs

filiales et sociétés liées de même que par leur infrastructure opérationnelle présentes en Europe continentale. Par exemple, une bonne partie de la compensation et du règlement des transactions est effectuée en Irlande. De leur côté, Paris et Francfort s'occupent d'une proportion importante de l'exploitation des filiales. Certains allèguent que la compensation et le règlement des valeurs mobilières sont les opérations les plus vulnérables et qu'elles devront peut-être être relocalisées en Europe continentale.

Selon les données de la FCA, le régime de passeport permet à 5476 sociétés financières inscrites au R. U. de faire affaire librement sur le marché unifié européen. Leur droit d'exercer des activités commerciales dans l'UE sera menacé après la sortie du R.-U. de l'UE. Quelque 8000 sociétés financières dont le siège social est ailleurs dans l'UE profitent aussi du régime de passeport lorsqu'elles font affaire au R. U. Leur droit est aussi menacé. « Ces chiffres donnent un premier aperçu des conséquences de la perte d'un accès libre au marché unifié des services financiers », a souligné Andrew Tyrie, président du Comité spécial du Trésor [Treasury Select Committee].

Les sociétés de la City devront alors obtenir l'autorisation de chaque pays pour chaque service financier vendu sur le continent européen. Se conformer à un tel ensemble disparate de régimes nationaux d'inscription en Europe augmentera beaucoup les coûts. Par ailleurs, les sociétés pourraient se relocaliser sur le continent européen et exercer toutes leurs activités commerciales en se servant du régime du passeport de l'UE. Cela aussi serait dispendieux. On ne sait pas encore si le R. U. pourrait conclure un compromis, par exemple une entente de réciprocité réglementaire, puisque les réglementations du R. U. et de l'UE sont très semblables.

Il est difficile d'envisager qu'une entente de libre échange avec l'UE – qu'il s'agisse d'une entente générale sur les produits et services, ou même d'une dispense ciblée aux services financiers – puisse être conclue sans que le R. U. renonce à une certaine souveraineté en matière législative et sur le contrôle de l'immigration. À ce stade précoce des négociations, cependant, le gouvernement britannique a fait savoir qu'il n'y aura pas de débat sur ce qui est appelé une « position laxiste » à l'égard de la souveraineté et l'immigration. L'ancien gouverneur de la Banque nationale suisse, Philipp Hildebrand, est pessimiste. Il mentionne l'expérience et les difficultés de la Suisse de conclure une entente de libre échange sur les services financiers avec l'UE après l'appui des Suisses à un référendum tenu en février 2014 pour limiter l'immigration en provenance de l'UE – ce qui constitue une contravention flagrante à l'entente conclue avec l'UE sur la libre circulation des personnes. La Suisse a jusqu'en 2020 pour conclure une entente, ou renoncer aux marchés de l'UE.

Le R. U. a annoncé qu'il n'invoquera pas l'article 50 avant la fin de 2016 afin d'avoir suffisamment de temps pour mettre au point une stratégie de négociation avec l'UE. Le gouvernement May a créé un nouveau ministère pour mener le Brexit à son terme – il est probable qu'il y aura aussi une mobilisation importante d'autres ministères et organismes gouvernementaux.

Certains éléments sont bien établis :

Premièrement, le gouvernement britannique a annoncé qu'un marché unifié avec l'UE est un objectif prioritaire. Ironie de l'histoire, il est intéressant de se rappeler que la City et toute la ville de Londres ont beaucoup profité au cours des années de l'immigration en provenance de l'UE – un grand nombre de professionnels compétents provenant de partout en Europe ont fait de Londres une ville cosmopolite de calibre mondial.

Au même moment, le gouvernement déploie des efforts pour créer des relations commerciales avec des pays qui ne font pas partie de l'UE. Pour le secteur financier, cependant, la possibilité d'obtenir l'accès à un nouveau grand marché en dehors de l'Europe est faible, car les plus importantes banques internationales basées à Londres sont déjà bien établies sur les marchés de New York, Tokyo et Hong Kong. Il est probable que si elles n'ont pas un accès direct au marché européen, les institutions de Londres établiront des plateformes en Europe continentale pour faire affaire avec leurs clients.

Deuxièmement, il est probable, du moins à court terme, que le démantèlement de l'infrastructure à Londres et la perte des efficiences connexes augmenteront le coût du capital et le prix des services financiers et qu'ils diminueront l'efficacité des services financiers. Les avantages du marché de Londres pour les investisseurs et les sociétés d'Europe continentale sont un incitatif qui encourage l'UE à insister pour conclure une entente commerciale satisfaisante.

Il est évident aussi que des négociations sur l'adhésion à l'Espace économique européen (à l'instar de la Norvège, de l'Islande et du Liechtenstein) pour maintenir des avantages commerciaux ne sont pas envisageables, car trois conditions doivent être respectées pour avoir accès au marché unifié européen : la libre circulation des personnes, la primauté des lois adoptées par l'UE et la contribution au budget de l'UE.

Les négociations qui s'en viennent seront difficiles. Pour le gouvernement britannique, les négociations seront une occasion d'améliorer l'efficacité et diminuer la bureaucratie de l'UE, de simplifier la réglementation et d'augmenter l'autonomie nationale en matière d'immigration. En effet, les raisons du vote des électeurs pour le Brexit ont eu des répercussions dans plusieurs pays européens.

## **S'OCCUPER DES SCANDALES SUR LES MARCHÉS BRITANNIQUES DES TITRES À REVENU FIXE, DEVICES ET MATIÈRES PREMIÈRES**

Le FEMR a été constitué en juin 2014 par la Banque d'Angleterre, le HM Treasury et la Financial Conduct Authority (FCA) pour mener un examen exhaustif prospectif sur le fonctionnement des marchés des titres à revenu fixe, devises et matières premières (FICC) dans la foulée d'un certain nombre de scandales (par exemple, la manipulation du LIBOR) qui ont lieu sur les marchés financiers britanniques et internationaux. Pour s'occuper de ce

projet, le FEMR a créé un nouveau FMSB dont le mandat est de mettre au point un code de conduite pour améliorer la qualité et clarifier davantage les pratiques du négoce en gros des FICC et en informer tout le marché. Le FMSB a constitué une société à but non lucratif financé les 36 institutions financières membres (25 du côté vendeur et 11 du côté acheteur) ayant à son service un petit nombre d'employés à temps plein. Le FMSB a créé six sous comités permanents pour s'occuper des titres sur taux d'intérêt, des produits basés sur les écarts entre titres à revenu fixe, des devises, des code de conduite et code déontologique s'appliquant à la négociation des matières premières, et de l'harmonisation des codes de conduite et des normes (pour s'occuper des pratiques et normes des divers organismes de réglementation et associations du secteur afin d'éviter les dédoublements). Jusqu'à maintenant, le FMSB a publié aux fins de commentaires des projets de résolution sur la question de 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. Mark Yallop, le nouveau président du FMSB a indiqué que les sous-comités du FMSB travaillent à mettre au point des normes détaillées dans d'autres domaines, notamment la procédure de nouvelles émissions sur les marchés des titres à revenu fixe, des programmes de formation officiels sur les marchés de négoce en gros des FICC et des programmes de supervision du marché. Le nombre total de normes n'est pas précisé.



**PAYÉES EN TAXES/IMPÔTS EN 2015/2016**  
ce qui fait du secteur des services financiers le  
secteur qui paie le plus de taxes/impôts au R. U.

Source d'information : The CityUK

La loi intitulée Bank of England and Financial Services Act of 2016 a augmenté le nombre d'administrateurs du régime pour gestionnaires d'expérience pour inclure les sociétés autorisées de services financiers, ce qui couvre au moins les sociétés présentes sur les marchés de négoce en gros des FICC. Ainsi, le régime pour gestionnaires d'expérience pourrait être assujéti aux normes du FMSB, auquel cas les gestionnaires d'expérience seraient responsables de la conformité avec ces normes.

L'assujettissement du régime pour gestionnaires d'expérience aux normes du FMSB incitera les sociétés à adopter des procédures de conformité à l'interne. De plus, les sociétés reconnaissent

qu'en cas de défaut de se conformer correctement aux normes du marché des FICC, d'autres réglementations seront adoptées pour superviser le marché. L'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) a déjà fait savoir qu'elle adopterait des règles plus détaillées basées sur les lignes directrices britanniques. Le FMSB pourra compter sur deux mécanismes externes pour la mise en application de la conformité. Premièrement, la FCA procédera à un audit sur la conformité aux normes des marchés des FICC. Deuxièmement, on s'attend à ce que les clients du côté acheteur qui sont au courant des normes et qui sont représentés au FMSB surveillent les comportements des participants aux marchés ainsi que leur conformité aux normes.

Le FMSB admet que pour être efficaces les normes du marché des FICC doivent être adoptées à l'échelle internationale. Sinon, il pourrait y avoir une réorientation des activités de négociation vers des ressorts indépendants du R. U. pour éviter de se conformer aux normes. Le FMSB prépare divers scénarios pour encourager l'adoption de normes en dehors du R. U. Le FMSB sensibilisera chaque ressort étranger sur l'évolution et l'importance des normes. Il collaborera avec le FSB et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) – qui est l'organisme international responsable de l'adoption des normes – pour promouvoir la mise au point d'une version internationale des normes. Peut-être le plus important est que le FMSB incitera les sociétés internationales qui exercent des activités sur les marchés de Londres à appliquer les normes à toutes leurs activités de négociation dans le monde entier afin d'uniformiser les comportements des sociétés, d'augmenter les efficacités opérationnelles, et de présenter une image des activités de négociation fortement encadrées pour augmenter les produits d'exploitation générés par les activités de négociation ainsi que la rentabilité.

Les sociétés canadiennes de courtage en valeurs mobilières qui sont autorisées à exercer au R. U. des activités de négociation sur les marchés des titres à revenu fixe, matières premières et devises, leurs négociateurs et gestionnaires professionnels, seront assujettis aux normes du FMSB. L'ACCVM et son Comité des marchés des titres d'emprunt examineront en détail les nouvelles normes du marché des FICC, en suivront le développement et la mise en œuvre, et étudieront le bien-fondé d'une version canadienne des normes du marché des FICC. L'examen inclura des discussions avec : du personnel de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM); la Banque du Canada; des institutions canadiennes du côté acheteur qui jouent un rôle important sur les marchés canadiens de négoce en gros. Mark Yallop, président du FMSB et le chef de la direction, Gerry Harvey, ont accepté l'invitation de l'ACCVM de venir plus tard cet automne présenter leurs travaux et discuter avec nous.

Veillez agréer mes salutations distinguées.



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