



## *Lettre du président*

### **La SEC parle : l'ACCVM écoute attentivement** Observations et leçons clés pour les courtiers canadiens

La Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis est un endroit occupé ces temps-ci – et un endroit important pour les marchés et courtiers en placement canadiens. À la suite de l'entrée en vigueur de la loi Dodd-Frank et d'autres mesures prises à la suite de l'effondrement du marché en 2008, la SEC s'est engagée activement dans un programme de réglementation, dont une bonne partie aura un impact international à cause : de la réglementation du marché des dérivés de gré à gré; d'une possible reformulation de la règle Volcker en vue de la simplifier et d'augmenter le nombre d'activités permises; et d'un document de réflexion attendue de la SEC sur l'application extraterritoriale de la réglementation.

Alors que la SEC s'active à réglementer, ce qui aura un impact probable sur le secteur canadien des valeurs mobilières, l'ACCVM en a profité pour assister à un séminaire intensif de deux jours tenu à Washington la fin de semaine du 24-25 février. Le séminaire intitulé *The SEC Speaks* a été une occasion d'assister à des exposés présentés par des commissaires et de hauts fonctionnaires de la SEC sur les priorités de la SEC, l'état d'avancement de la nouvelle réglementation, et leurs conséquences pour les marchés et les courtiers en placement canadiens.

Les présentations portaient aussi sur la restructuration en cours à la SEC, incluant les mesures pour : réorienter le personnel à des objectifs clés du mandat de la SEC; élargir les compétences du personnel en plus du droit et de la comptabilité; intégrer la technologie et l'analyse financière dans le processus réglementaire, la mise en application de la réglementation et l'évaluation des nouveaux produits sur le marché. En plus d'être une occasion importante de connaître les positions actuelles de la SEC, la conférence – en exposant le programme et les décisions de l'organisme de réglementation – a mis en relief l'importance d'un organisme national de réglementation pour défendre les intérêts du Canada chez nous et dans le monde.

#### **Règle Volcker : soutien important pour une révision**

Plusieurs exposés portaient sur la règle Volcker, qui a d'ailleurs fait l'objet d'un mémoire de l'ACCVM transmis à la SEC en janvier, dans lequel nous soulignons : la diminution de la liquidité des marchés des obligations du gouvernement canadien et des sociétés causée par la règle; le caractère inéquitable de restreindre la dispense aux obligations du gouvernement américain; et l'application extraterritoriale sans précédent de la règle.

L'attention portée à la règle Volcker durant le séminaire de fin de semaine n'est pas surprenante à cause de la publicité sur le projet de restreindre les opérations pour compte propre des banques commerciales – et le nombre de commentaires négatifs sans précédent : quelque 16 000 lettres de commentaires concernant des règles précises et l'application extraterritoriale sans précédent de la règle qui touche les opérations internationales des sociétés affiliées américaines.

Une réponse aux commentaires sera préparée par plusieurs agences américaines, dont la SEC qui y participera beaucoup. Le personnel de la SEC décrit le processus de révision comme consistant à délimiter ou « à faire le tour » des activités qui ne seront pas touchées par l'interdiction des opérations pour compte propre, notamment les activités de tenue de marché pour les clients, les activités de couverture et la négociation de valeurs mobilières gouvernementales.

Le personnel de la SEC reconnaît que le processus réglementaire a un impact extraterritorial, que ce soit à cause de la règle Volcker ou dans le projet de règles sur l'inscription des chambres de compensation étrangères. Plusieurs exposés du personnel ont mis l'accent sur l'importance de trouver un juste équilibre entre une surveillance réglementaire suffisante et la réalité de la mondialisation des marchés. Dans plusieurs exposés, on a mentionné que la SEC publiera prochainement un document de réflexion sur la réglementation extraterritoriale. On peut conclure à partir des exposés sur la règle Volcker et le programme sur les dérivés de gré à gré que la SEC adoptera

une position conciliante pour limiter l'impact extraterritorial, en mettant l'accent sur des « ententes standard de réciprocité réglementaire » avec les institutions et les professionnels étrangers qui font affaire avec les marchés des États-Unis.

Plusieurs de nos préoccupations sont partagées par Monsieur Troy A. Paredes, un commissaire de la SEC, qui a fortement critiqué la version proposée de la règle Volcker. Il a déclaré que le processus de réglementation doit être repensé pour éviter l'impact négatif sur la liquidité des marchés et la mobilisation des capitaux. Selon lui, le projet de loi est trop complexe et restreint beaucoup trop les activités permises. Il a recommandé que la SEC étudie les autres options pour atteindre les mêmes objectifs et qu'elle fasse un autre appel à commentaires avec une nouvelle version de la règle Volcker. L'opinion d'un seul commissaire n'est pas suffisante pour garantir le retrait du projet de règle, cependant le nombre de lettres de commentaires négatives sans précédent suggère qu'une nouvelle version de la règle Volcker est une éventualité plausible.

### **Marché des dérivés de gré à gré : les chambres de compensation étrangères pourront-elles conclure des ententes de réciprocité?**

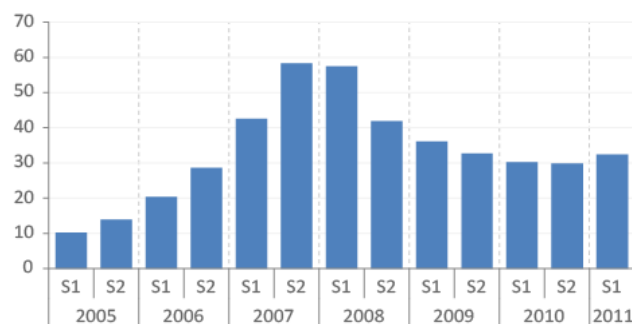
L'objectif de la SEC sur le marché des dérivés de gré à gré, pour se conformer aux directives du G20, est de créer des règles efficaces sur les exigences de marge et de capital en matière de dérivés, et de prendre des mesures pour minimiser les risques en matière de règlement et de compensation. La SEC mettra sur pied un système central de compensation pour les titres de gré à gré et elle créera des catégories d'inscription réservées pour les courtiers en swaps et les chambres de compensation, qui comprennent pour le moment ICE, CME Group (CME) et LCH. Clearnet Group. Les conférenciers ont mentionné que les chambres de compensation étrangères auront de la difficulté à se conformer aux normes d'inscription américaines, et c'est pourquoi la SEC envisage la conclusion d'une entente standard de réciprocité réglementaire pour l'inscription de ces organismes.

La catégorie d'inscription des courtiers en swaps prévoit des exigences de capital, de marge, et de levier financier. Il a en outre été clairement établi que la SEC travaille en étroite collaboration avec la Commodity Futures Trading Commission pour s'assurer de l'équivalence de toutes les normes d'inscription et de toutes les règles dans les marchés des dérivés de gré à gré. La SEC a entrepris l'analyse du marché des swaps sur défaillance (CDS). Il a été noté que les courtiers du G14 détenaient 24 T\$US ou 90 % de l'encours notionnel total des CDS à la fin de juin 2010.

Dans la seule allusion à la faillite de MF Global au cours du séminaire, le personnel de la SEC a souligné que cette faillite n'a eu aucun impact systémique sur le marché, mais qu'il faut renforcer les règles pour séparer les actifs des clients de ceux

de la société. Ces mesures incluent l'obligation de fournir plus rapidement de meilleures informations sur les comptes des clients pour protéger leurs actifs.

### **Swaps sur défaillance Encours notionnel (T\$US)**



Source : Banque des règlements internationaux

### **Marchés de détail**

La SEC ira de l'avant avec un code de conduite standard et harmonisé pour les courtiers contrepartistes et les conseillers en placement. Cela est décrit comme une étape vers l'instauration d'une obligation fiduciaire uniforme. Alors qu'a lieu la mise en place de normes uniformes, le personnel a écouté attentivement les préoccupations du secteur qui veut éviter l'imposition d'une norme qui pourrait avoir des conséquences imprévues sur les services de gestion de patrimoine offerts actuellement par les courtiers contrepartistes.

Monsieur Daniel Gallagher, commissaire de la SEC, a insisté sur l'importance de progresser rapidement, mais avec prudence pour tout ce qui concerne la loi Dodd Frank. Il a mis un accent particulier sur les pénalités découlant de la règle sur le « manquement à l'obligation de surveillance ». Il a mentionné que puisque les professionnels des services juridiques et du service de la conformité ont de plus en plus de contacts directs avec les conseillers et les négociateurs et qu'ils ont la compétence et l'expérience pour régler certains problèmes, il est de plus en plus probable que ces professionnels seront considérés comme ayant une fonction de surveillance sur ces problèmes, ce qui met en jeu leur responsabilité civile professionnelle. Cette situation a pour conséquence de décourager le personnel du service de la conformité d'intervenir de façon proactive pour résoudre les problèmes. M. Gallagher a demandé la mise en place d'un critère de démarcation clair pour distinguer les activités de participation active dans les affaires de conformité et les activités de surveillance proprement dites.

### **Innovations organisationnelles à la SEC**

Au cours de divers exposés, le personnel de la SEC a décrit les innovations opérationnelles pour améliorer l'efficacité du processus réglementaire et de la mise en application de la réglementation. La SEC a renforcé les règles en matière de conformité et d'application de la réglementation de plusieurs

façons. Premièrement, le processus de révision à l'échelle nationale a été revu et l'accent a été mis sur une approche basée sur la gestion des risques en utilisant la technologie et l'analyse quantitative pour connaître les mesures de mise en application potentielles à adopter dans le secteur et les entreprises, et en se fiant à des consultations entre les agences. C'est pourquoi la SEC a mis sur pied une division qui s'occupe de la gestion des risques, de la stratégie et de l'innovation qui regroupe du personnel ayant les compétences traditionnelles en droit et comptabilité avec du personnel expert en économie et finances. Le personnel de la division jouera un rôle clé en recueillant les données et analyses pertinentes pour connaître les problèmes de mise en application dans le secteur afin de cibler le processus d'examen. La SEC a mentionné qu'elle établira un mécanisme global de piste de vérification en temps réel pour reconstituer les activités de négociation afin de déceler les transactions en avance sur le marché et les délits d'initiés. Ce mécanisme s'appliquera d'abord aux opérations sur les actions puis aux opérations sur les titres à revenu fixe.

La division jouera aussi un rôle important dans le processus réglementaire en examinant les publications universitaires pertinentes, en étudiant l'expérience des ressorts étrangers et en mettant sur pied des « projets pilotes » pour évaluer l'impact des projets de réglementation. Un exemple est la création d'une réglementation sur la rémunération des dirigeants d'entreprises.

On a demandé au personnel de fournir un critère permettant de distinguer entre un avis formel de manquement à la réglementation et une mesure de mise en application. Même si cela dépend des faits et circonstances de chaque cas, la décision du personnel de la SEC reposera sur la présence ou non : d'une solide gestion/évaluation des risques; d'une surveillance efficace des activités; d'une culture d'entreprise et de mesures incitatives qui encouragent une bonne gouvernance et un contrôle efficace.

La SEC a constitué un service de dénonciations constitué de huit professionnels pour recevoir et évaluer les informations sur les violations réglementaires. Les dénonciateurs qui fourniront des informations menant à une condamnation recevront une prime de la SEC pouvant atteindre 20 à 30 % du montant de la pénalité ou du règlement. Le service de dénonciations de la SEC travaillera en collaboration avec les programmes de dénonciation instaurés par chaque entreprise américaine.

### **Qu'est ce que tout cela signifie pour l'ACCVM?**

Le séminaire, *The SEC Speaks*, a mis en évidence les difficultés auxquelles est confrontée la SEC dans l'élaboration et la mise en application de la réglementation. Premièrement, les réformes réglementaires découlent de la réglementation adoptée en vertu de la loi Dodd-Frank mise en vigueur par plusieurs agences et aussi des mesures indépendantes prises par la

SEC. Elles s'adressent aux marchés des actions qui desservent les petits investisseurs et les investisseurs institutionnels, au financement des entreprises, et aux marchés des dérivés de gré à gré. Deuxièmement, la SEC a introduit plusieurs techniques de gestion des risques pour mieux surveiller les marchés et renforcer l'application de la réglementation. Troisièmement, la SEC a intégré la technologie et l'analyse financière en regroupant les activités de son personnel. Elle a aussi constitué une nouvelle division qui s'occupe de la gestion des risques, de la stratégie et de l'innovation pour s'assurer que la réglementation est conforme aux objectifs de protection des investisseurs et du bon fonctionnement des marchés, et renforcer la supervision et la mise en application à l'aide des données pertinentes et de l'analyse financière.

Les exposés du personnel suggèrent que la SEC est sensible aux réalités de la mondialisation des marchés et qu'elle collaborera avec les organismes de réglementation étrangers pour étudier la possibilité de conclure des ententes de réciprocité en vue d'assurer une protection adéquate des investisseurs et l'efficacité des marchés, tout en minimisant les impacts extraterritoriaux. L'approche institutionnelle des marchés des titres d'emprunt et des dérivés de gré à gré renforce la crédibilité d'une telle démarche.

L'ACCVM continuera de discuter au nom du secteur canadien des valeurs mobilières avec les organismes de réglementation américains sur les règlements américains qui ont un impact sur les courtiers et les marchés canadiens. Plus que jamais, le Canada a besoin d'un porte parole national afin de discuter directement au nom des marchés canadiens avec le personnel de la SEC pour demander la conclusion d'une entente de réciprocité et faire adopter les règles canadiennes pour les marchés des dérivés de gré à gré. L'ACCVM continuera d'être un ardent défenseur de la mise en place d'un organisme national de réglementation des valeurs mobilières.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI  
Président et chef de la direction de l'ACCVM  
Mars 2012