



Lettre du président

Faire le point sur la réforme mondiale : point de vue de l'Europe

25e assemblée générale annuelle de l'ICSA, Copenhague
11-12 juin 2012

Quels sont les principaux moteurs des marchés des capitaux en Europe? Lors de l'assemblée générale annuelle de l'International Council of Securities Associations (ICSA) qui s'est tenue la semaine passée, un comité constitué de plusieurs experts est parvenu à un consensus clair : l'incertitude sur l'économie et la dette souveraine, et les conséquences des réformes réglementaires ont un impact majeur sur le fonctionnement de ces marchés.

C'était l'une des nombreuses questions soulevées au cours de l'assemblée générale annuelle 2012 de l'ICSA, la 25e, durant laquelle se sont tenues des discussions sur le programme de réforme réglementaire mondiale qui ont mis l'accent sur les réformes européennes et la crise financière actuelle qui touche toute l'Europe. L'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières, comme son prédécesseur, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, est un membre actif de l'ICSA depuis ses débuts, il y a 25 ans. Pour en revenir au congrès de cette année, j'ai été nommé président de l'important Comité permanent des affaires réglementaires de l'ICSA pour les deux prochaines années. Je suis très fier d'être le premier Canadien à occuper un tel poste. Cela permettra à l'ACCVM d'avoir un accès direct sur le programme de réforme mondiale et de connaître la position des diverses associations professionnelles en Europe, aux États-Unis et en Asie sur la réglementation, alors que l'ICSA cherche à établir un consensus parmi les groupes du secteur qui font partie de ses membres.

La crise de la dette souveraine et l'incertitude assombrissent les perspectives économiques

Lors d'une table ronde constituée de conférenciers et d'experts, on a convenu que les perspectives économiques et le devenir de la crise de la dette souveraine en Europe ont un impact négatif sur la participation des investisseurs et intermédiaires dans les marchés des capitaux, et sur la mobilisation de capitaux par les entreprises et les gouvernements au moyen de l'émission de valeurs mobilières. Par ailleurs, les vastes réformes réglementaires pèsent lourd sur les banques et les sociétés de courtage compte tenu des contraintes liées aux coûts et activités commerciales.

Alors que les marchés de gré à gré des obligations au comptant fonctionnent bien depuis au moins les 45 dernières années, ou presque, les changements structurels décrits dans les projets réglementaires soulèvent des inquiétudes quant à l'avenir de ces marchés. La version définitive des règles de transparence pré et post négociation pour les marchés de gré à gré pourrait nuire aux activités de tenue de marché et diminuer la liquidité. Deuxièmement, la MiFID 2 (Directive sur les marchés des instruments financiers 2) et la MiFIR (Réglementation sur les marchés des instruments financiers) – la révision prévue de la MiFID précédente, incluant des règles sur la transparence, des mesures relatives aux abus de marché, des règles sur les négociations à haute fréquence (HFT) et les réglementations régissant les marchés des dérivés de gré à gré – annoncent une nouvelle catégorie de plateforme de négociation appelée « système organisé de négociation (OTF) ». On ne sait pas si les opérateurs de ces plateformes pourront fournir leurs propres capitaux pour tenir les marchés ou si les ordres devront être exécutés uniquement par ce mécanisme d'internalisateur systématique – et quel sera l'impact ultime sur la liquidité du marché? Les participants au marché devront attendre la mise en œuvre de la MiFID 2 et la MiFIR pour connaître les effets de ces changements structurels sur les marchés de gré à gré des obligations au comptant.

La croissance rapide des marchés des obligations sécurisées qui protègent davantage les investisseurs et dont les coûts de financement sont moins élevés pour les émetteurs, la croissance continue des marchés des pensions, et les opérations de refinancement à plus long terme (LTR) de la Banque centrale européenne ont pompé beaucoup de garanties dans le système, dont le montant net est estimé à 500 milliards d'euros. Les exigences de liquidité en vertu des accords de Bâle III auront aussi un impact. Enfin, le passage obligatoire à des systèmes de compensation avec contrepartie centrale (CCP), et les exigences connexes de marge accapareront encore plus les rares garanties. On ne sait pas si la technologie permettra une gestion efficace des garanties pour satisfaire l'augmentation de la demande de garanties, ou si la réduction des actifs non

grevés au bilan des banques gênera les activités de négociation et d'emprunt. La diminution des commissions et de la participation des investisseurs aux marchés institutionnels a déjà amené des banques européennes à réduire les capitaux qui étaient disponibles pour la négociation d'actions des clients institutionnels.

Le processus de la réforme européenne : créer en trois ans une réglementation qui aurait pris dix ans

Il est clair, à partir des travaux du congrès, que les organismes de réglementation européens doivent relever deux défis :

1) Mettre en œuvre les réformes du G20 d'une façon à harmoniser davantage la réglementation des institutions financières et des marchés en Europe.

2) Limiter le plus possible la crise financière qui perturbe les marchés européens et mondiaux.

Jonathan Faull, directeur général de la direction générale « Marché intérieur et services » de la Commission européenne, n'a pas mâché ses mots. Il a parlé des exigences réglementaires prévues dans la MiFID1 et les autres directives. Plusieurs dispositions de la MiFID2 et la MiFIR n'ont pas encore été appliquées à cause entre autres des complications découlant de la crise financière de 2008.

Le processus de réforme en Europe est important. À certains égards, comme les propositions sur les marchés des dérivés de gré à gré pour la mise en place de référentiels centraux aux fins de transparence et les CPP pour la compensation et le règlement, les changements se font à une vitesse vertigineuse. Un participant au congrès a souligné l'ampleur de la réforme, en signalant que

« L'Europe s'est engagée dans un programme réglementaire compressé à réaliser en trois ans, alors qu'il s'agit du programme qui normalement aurait pris dix ans à réaliser. Il semble, d'après les remarques de M. Faull, qu'on accorde la priorité à la protection des consommateurs, même si cela peut nuire à l'efficacité des marchés.

Voici quelques exemples de ce changement de préférence : le relèvement des seuils pour obtenir une dispense en vertu de la Directive Prospectus, les propositions détaillées sur la transparence et certaines dispositions de la Directive sur les abus de marché.

Verena Ross, directrice générale d'une agence nouvellement constituée, l'European Securities Markets Authority (ESMA) – l'autorité de supervision des marchés des capitaux qui est le pendant d'agences semblables qui s'occupent des services bancaires et des assurances – a présenté les priorités de l'ESMA.

D'abord, il s'agit d'uniformiser les règles entre les divers ressorts européens pour obtenir un seul recueil de règles sur les conseils, la négociation et les émissions. Deuxièmement, l'objectif de l'ESMA est d'harmoniser la surveillance entre les ressorts. Certaines mesures ont trait à la réglementation des agences de notation (CRA), aux règles sur les ventes à découvert, aux normes techniques régissant les marchés des dérivés de gré à gré, aux règles sur les placements par voie de prospectus et aux fonds négociés en bourse (ETF).

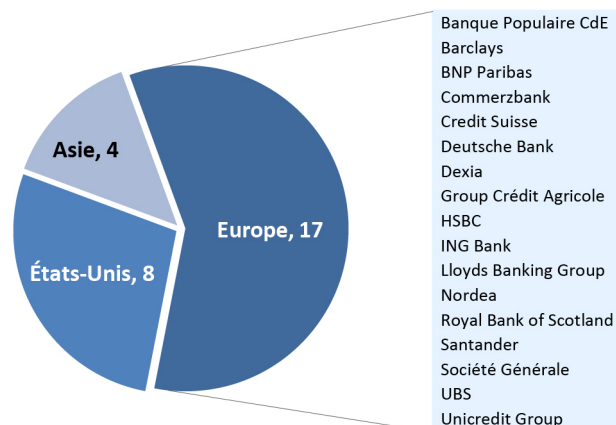
Il n'a fait aucun doute que des normes communes entre les ressorts étaient nécessaires pour que les marchés mondiaux fonctionnent bien et qu'ils soient efficaces, notamment la réglementation sur les marchés des dérivés de gré à gré et la surveillance des CRA.

« L'ESMA s'efforcera d'obtenir l'harmonisation internationale des règles par voie de consultation. L'objectif est l'équivalent de la supervision du ressort d'origine, permettant ainsi la reconnaissance mutuelle.

IOSCO : s'occuper des risques systémiques des banques « trop grosses pour faire faillite »

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO), l'organisation qui chapeaute les commissions des valeurs mobilières à travers le monde, jouera un rôle clé dans la création de normes uniformisées et la fourniture de directives aux organismes de réglementation en Europe et ailleurs. David Wright, le nouveau secrétaire général, prépare une réorganisation en profondeur de l'IOSCO en vue de participer au programme de la réforme mondiale. Le Comité des affaires réglementaires de l'ICSA considère l'IOSCO comme un interlocuteur clé dans les discussions sur la réforme mondiale. C'est pourquoi l'ACCVM a demandé à M. Wright de présenter un exposé aux délégués lors du Congrès annuel de l'ACCVM qui se tiendra à Toronto le 20 septembre.

Banques « trop grosses pour faire faillite » par région



Source : Financial Stability Board

L'exposé de M. Wright au congrès de l'ICSA portait principalement sur les mesures pour s'occuper des risques systémiques des banques « trop grosses pour faire faillite ». Son discours suggère que l'IOSCO croit que la faillite de l'une de ces banques nécessitera non seulement d'effectuer une ponction importante sur les contribuables, mais qu'elle pourra toucher très négativement les marchés des capitaux à travers le monde même si le sauvetage est réussi. Les organismes de réglementation des marchés de même que les autorités prudentielles doivent s'assurer qu'il s'agit de réformes en profondeur afin de minimiser les risques de faillite d'une mégabanque.

Dans ses remarques, M. Wright a souligné l'importance : de la présence d'un organisme responsable des procédures de résolution pour stabiliser ou liquider une institution en difficulté par des ajustements structurels planifiés, connus sous le nom de « dispositions testamentaires »; de conseils d'administration expérimentés et plus solides; d'une direction plus exigeante; d'une plus grande transparence; et de normes de capitalisation plus élevées. La transparence peut être une épée à double tranchant – importante pour les actionnaires investisseurs, mais pas toujours appropriée lorsque l'institution est en difficulté.

Atteindre la stabilité financière dans les pays de la zone euro : trop différents pour réussir?

Les exposés de deux représentants de banques centrales – Kerstin af Jochnick, première sous gouverneure de la Sveriges Riksbank (Banque centrale de Suède), et Per Callesen, gouverneur de la Danmarks Nationalbank (Banque centrale du Danemark) – portaient principalement sur la stabilité financière et la création de politiques macroéconomiques sur les critères de prudence. Madame Jochnick a participé activement aux initiatives européennes pour harmoniser la supervision des critères de prudence du système bancaire et mettre en place la réforme réglementaire – notamment les règles de l'accord de Bâle III sur les ratios de capitalisation, liquidité et levier – et pour élaborer un cadre de gestion des crises. Per Callesen a souligné les leçons apprises lors de la création de politiques macroéconomiques sur les critères de prudence. Il a mentionné qu'à cause du caractère procyclique du système financier et du vaste éventail de conditions économiques dans les pays de la zone euro, les déficits des comptes courants revêtent une importance considérable et qu'il faut que de bonnes politiques fiscales soient adoptées en tenant compte des déséquilibres.

Les deux banquiers ont souligné que la présence de différences importantes dans la structure des politiques fiscales des pays de la zone euro est un obstacle à la mise en place d'un organisme européen de réglementation des banques, d'un régime d'assurance dépôts uniforme et du financement par l'émission d'euro-obligations. À cause des différences dans la gestion des finances publiques, les pays de la zone euro ont des capacités différentes à absorber les pertes découlant de la faillite de

banques ou du défaut sur la dette souveraine. Cela retarde la mise en place d'un ensemble de mesures de stabilité financière obligatoires tels la supervision des banques et un fonds de sauvetage pour les banques afin de renflouer et recapitaliser les banques européennes. Per Callesen a affiché un optimisme prudent sur les chances de régler les différences structurelles entre les diverses fiscalités.

Conclusion : se faire notre propre opinion sur les perspectives mondiales

L'assemblée générale annuelle 2012 de l'ICSA, la 25e, a permis de recueillir des informations importantes sur les défis de la réforme réglementaire, particulièrement en Europe. Nous en apprendrons plus sur les réformes internationales lorsque l'ACCVM occupera la présidence du Comité permanent des affaires réglementaires.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



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