



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



LETTRE DU PRÉSIDENT

N° 113

Le Brexit et ce qu'il laisse présager pour les relations R. U.-EU et pour les marchés financiers internationaux

FAITS SAILLANTS

Les négociations du Brexit arrivent au fil d'arrivée et il est difficile de prédire quels en seront les résultats. Les perturbations du marché pourraient être minimales si la réglementation autorise la reconnaissance réciproque ou le traitement national, ou importantes si l'exécution et la compensation des opérations sont assujetties aux marchés de l'UE.

Cependant, elles pourraient différer avec le temps. Il est nécessaire d'établir une structure qui chapeautera la coopération réglementaire pour que les mouvements de capitaux transfrontaliers soient efficaces. Le Financial Stability Board (FSB) est peut-être l'organisme le mieux placé pour prendre en charge un cadre coopératif régional ou international en matière de réglementation, et pour mettre au point des mécanismes pour s'occuper des différences réglementaires transfrontalières.

Le Brexit et les négociations en cours entre le R. U. et l'UE, ainsi que l'issue et les conséquences probables sur les marchés financiers européens et internationaux, dominent les manchettes financières, particulièrement en Europe. Ces négociations coïncident avec : le « Big Bang » provoqué par la réglementation de l'UE (MiFID II); l'abandon progressif du taux interbancaire offert à Londres (LIBOR) et la transition vers d'autres taux de référence; le désengagement américain par rapport au multilatéralisme; et la stagnation persistante de la croissance de l'économie mondiale. Les négociations du Brexit et ces autres facteurs ont des répercussions sur les activités des institutions financières et des entreprises canadiennes sur les marchés européens et internationaux et dans les économies des pays européens et étrangers.

Le consensus est que le Brexit a été mal géré depuis le début. Le R. U. n'a pas établi ses objectifs prioritaires et sa stratégie de négociation. De plus, le gouvernement de coalition dirigé par le Parti conservateur, avec son regroupement d'anciens députés et de brexiteurs, a compliqué l'élaboration et l'exécution de la stratégie.

ENLISEMENT DES NÉGOCIATIONS DU BREXIT

L'article 50 ayant été déclenché en mars dernier, le gouvernement est maintenant presque à mi-chemin de la période prévue de négociation et les négociations sur un accord commercial n'ont pas encore commencé. Il est devenu évident qu'une décision sur un règlement financier est indispensable avant de commencer les négociations sur la période de transition et sur l'accord commercial définitif. Dans son discours prononcé à Florence en septembre, la première ministre May a proposé 20 G£ pour « régler le divorce » et l'UE a déclaré que c'était insuffisant. L'offre a été bonifiée et elle est maintenant de 40 G£ pour débloquer les négociations du Brexit. Cependant, on ne sait même pas actuellement si l'entente définitive sur la considération pécuniaire reposera sur un montant d'argent précis ou sur une méthodologie convenue pour calculer le montant du règlement.

Certains font valoir qu'un règlement financier accepté par les parties serait suffisant ou presque suffisant pour que le R. U. puisse continuer à faire partie du marché intérieur et qu'il obtienne des concessions sur l'immigration dans l'UE et sur la souveraineté des lois britanniques. Même si le R. U. n'a pas établi sa position officielle sur l'immigration et la souveraineté, le ministre responsable du Brexit s'est prononcé publiquement pour la libre circulation des personnes dans le secteur financier du R. U. et le Parlement du R. U. a adopté en deuxième lecture le projet de loi sur le retrait de l'UE qui incorpore en droit britannique la législation et la réglementation de l'UE.

D'un autre côté, plusieurs font valoir qu'un règlement accepté par les parties ne fera qu'ouvrir la porte à d'autres négociations intensives sur un accord de libre-échange ou d'accès au marché unifié, et à des concessions sur les règles de l'UE en matière d'immigration et de souveraineté. Voici les modèles dont il est question pour le R. U. : i) l'Espace économique européen (EEE) auquel participe la Norvège qui comprend : accès au marché intérieur; reconnaissance de la législation de l'UE; liberté de mouvement des citoyens de l'UE, et ii) l'Accord économique et commercial global (AECG) en vigueur entre le Canada et l'Union européenne (UE). La lacune de l'accord commercial signé par le Canada est qu'il n'inclut pas les services financiers. Que le R. U. obtienne ou non des améliorations à ces modèles, il n'en reste pas moins que la période de négociation devra être prolongée au delà de l'échéance de mars 2019, ce qui provoquera d'autres problèmes politiques au R. U. et rendront encore plus prioritaires les dispositions transitoires.

Alors que les négociations s'enlissent, les dispositions transitoires apparaissent de plus en plus importantes pour que les entreprises puissent se restructurer en fonction du nouveau régime et éviter des perturbations. Les gouvernements du R. U. et de l'UE n'en ont pas encore parlé. Cependant, des associations d'entreprises européennes ont récemment rencontré le gouvernement britannique pour lui faire part de leur intention de

commencer à transférer leurs activités en dehors du R. U., à moins que la transition ne soit clarifiée au plus tard en décembre de cette année. Selon certaines informations, les banques américaines présentes à Londres auraient réorganisé les services de post marché de leurs services bancaires d'investissement en Europe pour les placer sous la gouverne d'une succursale londonienne d'une filiale européenne. On ne se sait pas si les autorités de l'UE accepteront une telle réorganisation.

LA CONVERGENCE DES INTÉRÊTS ALLEMANDS ET FRANÇAIS N'EST PEUT-ÊTRE PAS AUSSI ÉVIDENTE QUE L'ON CROIT

Un consensus fort dans l'UE est essentiel pour que se tiennent des discussions constructives sur les négociations du Brexit, non seulement jusqu'au retrait du R. U. de l'UE, mais plus important encore pour l'après Brexit. Un contexte politique plus stable, l'amélioration de la croissance économique de l'UE, la position plus axée sur l'Europe adoptée par la France depuis l'élection de Macron, laquelle a rapproché les positions et les stratégies financières de la France et de l'Allemagne, augmentent les probabilités d'un meilleur consensus et de négociations axées davantage sur les marchés.

Cependant, les risques d'une position européenne moins représentative sont importants. Premièrement, les chocs financiers et économiques – qui peuvent nuire à l'UE – restent possibles à cause de la fragilité du système bancaire et du fort endettement des pays du sud de l'Europe. Deuxièmement, le renforcement attendu de l'alliance germano française a peut-être été exagéré. En effet, le gouvernement Macron a de la difficulté à gérer son large et ambitieux programme politique, non seulement les lois sur le travail et les réformes des taxes et des impôts en France, mais aussi les mesures politiques importantes en matière de technologie, de durabilité et d'immigration. En outre, le gouvernement Merkel semble avoir de la difficulté à mettre en place un gouvernement de coalition étroitement lié à la France. Le Sommet de l'UE qui devait avoir lieu en décembre 2017 a été reporté en mars 2018 à cause des difficultés à constituer un gouvernement.

L'ÉVOLUTION DE LA RÉGLEMENTATION EN EUROPE ET AU R. U.

Les négociations sur les dispositions transitoires et sur un accord commercial sont en soi des progrès intéressants. Cependant, pour le secteur financier, il est peut-être plus instructif de se pencher sur l'après Brexit, notamment sur les entraves potentielles aux mouvements transfrontaliers découlant de la réharmonisation des réglementations et de leur impact sur les activités financières. Certes, il y a beaucoup d'incertitude sur le résultat final des négociations. Cependant, ce sera probablement soit un « Brexit en douceur » ou un « Brexit dur » et dans les deux cas il risque d'y avoir des différences réglementaires.

Parlant de réglementation, il est utile de distinguer les activités financières institutionnelles ou de gros des activités financières de détail. Premièrement, le marché de gros du R. U. est une source

essentielle de liquidités et de financement pour les entreprises et le gouvernement de l'UE. Les banques européennes sont devenues encore moins capables de répondre aux besoins de financement en Europe, à cause des difficultés de la Deutsche Bank et de la précarité des banques italiennes, sans parler des banques françaises et espagnoles qui sont à peine plus solides. De plus, les marchés financiers européens sont sous-développés. On pourrait donc s'attendre à que l'UE se montre raisonnable en matière de réglementation des activités de négociation institutionnelles et des activités de financement en Europe. Les 1,3 T€ d'actifs européens détenus par des banques dont le siège social est au R. U. témoigne de l'étendue et de la profondeur du marché de Londres.

Dans toute l'Europe, le secteur financier offre aux clients de détail des produits et des services-conseils et il est réglementé par chaque pays. L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) achève un manuel de réglementation uniforme et elle encourage l'harmonisation des pratiques de surveillance dans l'UE. Une démarche semblable est en cours avec la soi disant Union bancaire. Comme c'est le cas pour le Canada, la plupart des activités de détail transfrontalières concernent des fonds d'investissement gérés, des fonds communs de placement, des FNB, etc. Des filiales américaines de gestionnaires de fonds se sont déjà installées au Luxembourg et à Bruxelles. Ces bureaux administratifs ont été autorisés par l'UE à faire venir des gestionnaires de fonds des États Unis et du R. U. Il y a des indications que dans l'après Brexit, il pourrait être plus difficile d'obtenir l'autorisation de l'UE pour faire venir des gestionnaires étrangers. Cette ligne dure pourrait toucher davantage les fonds britanniques à cause de l'habitude prise depuis longtemps par l'UE d'autoriser les gestionnaires américains. L'impact réglementaire ne serait pas trop coûteux et, dans les faits, improbable, car obliger des gestionnaires de fonds à déménager en Europe n'augmentera pas la protection des investisseurs et n'aura pas beaucoup d'impact économique parce que si l'impact est limité au R.-U., il causerait seulement un changement de gestionnaires aux États Unis.

Dans les secteurs institutionnel et de détail, l'après-Brexit commence avec l'équivalence des règles, alors que le R. U. sort des négociations du Brexit avec le manuel de réglementation de l'UE. L'approche rationnelle serait la reconnaissance réciproque entre R.-U. et l'Europe des 27 portant sur les institutions et services-conseils financiers, les activités de négociation, les titres à la cote d'une bourse, et la compensation.

L'autre solution pourrait être le régime du traitement national, semblable à ce qui se passe entre le Canada et les États Unis. Les deux modèles réglementaires s'adapteraient facilement. La troisième possibilité est que l'UE force les banques commerciales britanniques à mener dans l'UE leurs activités de négociation et de compensation pour les clients européens, ce qui implique le transfert des activités de négociation et de compensation en Europe lesquelles seraient menées par une infrastructure située dans l'UE. Cependant, il s'agit d'une option dont les enjeux sont élevés et la mise en œuvre difficile à court terme. En effet, l'infrastructure qui existe en Europe actuellement est inadéquate

et les ressources sont insuffisantes pour qu'une réglementation sur la négociation et la compensation soit efficace. En outre, les organismes de réglementation britanniques siègent aux conseils d'administration de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et de l'Autorité bancaire européenne (ABE) et ils leur fournissent une supervision et un point de vue importants; et le gouverneur de la Banque d'Angleterre siège au conseil d'administration du Comité européen du risque systémique. Enfin, la forte dépendance du financement provenant des marchés britanniques et les augmentations de coûts et les perturbations causées par ce choix réglementaire le rendent improbable. Ceci dit, on ne peut pas présumer que les décisions de Bruxelles reposeront sur des considérations économiques et non pas politiques.

UNE COORDINATION RÉGLEMENTAIRE RÉGIONALE ET INTERNATIONALE PLUS STRICTE EST-ELLE POSSIBLE?

Alors que nous approchons de l'après Brexit, les différences entre le manuel de réglementation de l'UE et celui du R. U. s'accroîtront, notamment à cause des efforts qui seront déployés pour abroger certaines parties du cadre réglementaire très contraignant adopté en vertu de la MiFID II. Il est probable que le R.-U. simplifiera ces règles pour établir un meilleur équilibre entre l'efficacité du marché et la protection des investisseurs et pour améliorer la compétitivité de ses marchés financiers. Avec le temps, cette disparité réglementaire augmentera les coûts de conformité des activités de négociations transfrontalières et elle pourrait perturber l'équilibre de la coopération réglementaire avec l'UE. De plus, le R. U. cherchera à établir avec les autorités américaines une plus grande harmonisation et coopération en matière réglementaire, comme la reconnaissance réciproque et le régime de passeport. Ce sera difficile, tant à cause de l'intransigeance habituelle des organismes de réglementation américains que de la possibilité de mettre en danger les ententes réglementaires avec l'UE.

Il est évident que dans l'après Brexit, le R. U. et l'UE auront besoin de coopérer en matière réglementaire. La coopération pourrait se limiter à l'UE dans un premier temps, sinon il pourrait s'agir d'un projet de coopération plus ambitieux qui comprendrait les États Unis et le Japon. Dans un récent article d'opinion publié dans le *Financial Times* (31 octobre 2017), Sir Howard Davies (président du conseil d'administration de la Royal Bank of Scotland) a déclaré qu'il est nécessaire de mettre sur pied une structure qui chapeaute la coopération réglementaire des marchés financiers de Londres et de l'UE. Il a souligné : qu'une bonne partie de la réglementation de l'UE est inspirée des normes et règles internationales; que les manuels de réglementation et la structure des marchés des États Unis, du Royaume Uni, du Japon, de l'Australie et du Canada présentent certaines ressemblances; et que les règles sur les fonds propres découlent des Accords de Bâle. Il recommande la formation d'un groupe de « sages » constitué de personnes provenant d'Europe et du R. U. pour donner des conseils sur la structure d'une coopération renforcée en matière réglementaire – basé sur le modèle des efforts déployés par Alexandre Lamfalussy au début des années 2000 et par Jacques Larosière de Champfeu en 2009 qui ont conduit aux recommandations sur l'approbation

des directives et la création de nouveaux organismes de réglementation en Europe.

RÉSUMÉ

Le besoin d'une plus grande coordination des réglementations transfrontalières des valeurs mobilières était évident bien avant le Brexit. Pour preuve, la disparité des réglementations sur les marchés des dérivés de gré à gré adoptées dans le cadre des réformes du G20 et l'achèvement de la réglementation adoptée en vertu de la MiFID II. Le Financial Stability Board (FSB) est peut-être l'organisme le mieux placé pour prendre en charge un cadre coopératif régional ou international en matière de coordination de la réglementation, et pour mettre au point des mécanismes pour s'occuper des différences réglementaires transfrontalières. Le FSB n'a pas le pouvoir d'imposer ses décisions aux organismes de réglementation, à l'instar de la BRI qui ne peut pas imposer ses décisions aux banques. Cependant, la BRI a démontré au cours des années qu'elle avait une influence forte et efficace pour coordonner les normes de fonds propres et les normes de liquidité dans le système bancaire international. Peut-être que le même type d'influence pourrait s'exercer dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières. Pour y parvenir, le FSB aura besoin de travailler étroitement avec chaque organisme de réglementation des valeurs mobilières ainsi qu'avec le gouvernement qui le chapeaute. Il pourrait peut-être commencer avec les ressorts les plus importants comme l'UE et le R. U. pour définir le mandat et la structure en matière de coordination réglementaire. Les recommandations du groupe de travail de l'OICV sur la réglementation transfrontalière publiées en 2015 sont un bon point de départ.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



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