



DÉMUTUALISATION DES BOURSES : UNE CONDITION PRÉALABLE À UNE NOUVELLE CAPACITÉ D'INNOVATION ?

ANDREW SHENG *

Traditionnellement, les Bourses de valeurs sont des structures créées par des membres et n'ayant pas d'objectifs lucratifs déclarés. Chaque membre a un droit égal de propriété, de vote et d'utilisation du marché, ce droit peut être acheté ou transféré, sous condition d'approbation par les autres membres. Cette structure mutualiste de propriété a bien fonctionné dans un contexte d'auto-régulation, là où le marché est localisé et constitue un monopole naturel. Les progrès dans les techniques de communication et la mondialisation ont fait que les Bourses de valeurs sont confrontées aujourd'hui, non seulement à la concurrence des autres Bourses, mais à l'apparition d'autres systèmes de transaction (ATS)¹. Ces systèmes électroniques permettent de négocier plus efficacement des produits financiers concurrents et donnent aux investisseurs une plus grande liberté de choix.

L'organisation sous forme de « club » du régime de gouvernance des institutions mutualistes engendre souvent une résistance au changement, lorsque les membres cherchent à protéger leurs intérêts par des pratiques restrictives et dressent des barrières à l'entrée de nouveaux concurrents venant de l'étranger ou de nouvelles plates-formes électroniques ou fournisseurs de services. Il en résulte souvent des pertes de liquidité et de volume en faveur d'autres marchés.

* Président de la Securities and Futures Commission, Hong-Kong.
La traduction de cet article a été effectuée par Pierre Requette.

La démutualisation est la transformation d'une Bourse de valeurs d'une association détenue par ses membres en une structure de propriété prenant la forme d'une société cotée, ce qui affirme explicitement la vocation de cette Bourse à être bénéficiaire. La structure de propriété devient ouverte aux non membres et le processus de décision repose sur le principe : une action - une voix, au lieu de l'ancien système : un membre - une voix.

En 1993, la Bourse de Stockholm a été la première à démutualiser, en adoptant pour structure de propriété la forme d'une société cotée. En entrant en Bourse et en faisant coter leurs actions, les Bourses ont pu concilier les intérêts des dirigeants avec l'efficacité et la rentabilité. Ainsi, elles peuvent, non seulement lever des capitaux, mais aussi devenir plus concurrentielles. En d'autres termes, l'incitation à rester attrayante et à disputer aux marchés étrangers un ensemble global de liquidités a été à l'origine de la démutualisation, et a amené les Bourses de valeurs à mieux répondre aux forces du marché.

La démutualisation implique également le transfert de la propriété aux acteurs du marché tels que les investisseurs institutionnels et les grands intervenants. Cette cotation en Bourse améliore la transparence du marché et sa responsabilité envers le public. En outre, le marché des valeurs fournit une référence et permet à la Bourse de mesurer sa propre performance par rapport aux autres Bourses.

Mais la démutualisation est-elle une condition suffisante pour l'innovation concurrentielle ? De nombreuses Bourses n'ont pas encore effectué cette transformation. Cet article aborde les différents aspects de la démutualisation.

QUELLE EST LA JUSTIFICATION DE LA DÉMUTUALISATION ?

Un rapport récent de l'OICV (Organisation internationale des commissions de valeurs)² indique que 21 Bourses parmi les marchés développés ont jusqu'ici démutualisé, alors que sur 76 organismes similaires dans les pays émergents, 5 seulement ont fait de même³. Le tableau n° 1 rassemble les principales raisons des démutualisations.

Le rapport publié en avril 2005 par le Comité marchés émergents de l'OICV avance que l'une des principales raisons de la démutualisation est la concurrence croissante pour des flux d'ordres mondiaux. Les plus petits marchés ont ressenti la menace d'un déclin de leur part de marché et ont éprouvé le besoin de se concentrer, d'améliorer leur compétitivité et d'élargir leur base de revenu pour pouvoir résister à la concurrence de marchés plus importants. La démutualisation a été considérée comme un *catalyseur* qui a déclenché une transformation

interne de la Bourse afin de la rendre plus sensible à la concurrence du marché.

Deuxièmement, les Bourses démutualisées ont facilité la collaboration avec des actionnaires stratégiques disposant de savoir-faire techniques spécialisés. Souvent, les Bourses mutualisées ne parvenaient pas à se mettre d'accord sur la modernisation de leur infrastructure en raison des intérêts divergents de leurs membres qui ne souhaitaient pas procéder à une augmentation de capital ou à investir dans de nouveaux équipements. Une nouvelle gouvernance et une nouvelle structure de propriété devraient permettre de telles alliances et la formation de partenariats stratégiques.

Tableau n° 1
Principales raisons invoquées par les instances démutualisées

	Compétitivité	Réforme de la propriété	Faciliter les alliances	Augmenter l'accès	Libérer de la valeur
Bourse de Budapest		X	X	X	
Bursa Malaysia	X	X	X	X	X
Bourse des Philippines	X	X			
Sté de Bourse de Taiwan	N/A - Cette Bourse a été une société commerciale dès sa création.				

Source : Emerging Markets Committee, IOSCO (2005), « Exchange Demutualization in Emerging Markets », avril.

L'une des caractéristiques déterminantes de nombreuses Bourses démutualisées est la fusion de plusieurs Bourses et chambres de compensation en une seule entité consolidée, ce qui permet de réaliser des économies d'échelle. Ainsi, le Hong Kong Exchanges and Clearing Limited (HKEx) est le résultat de la fusion de deux Bourses (actions, options et futures) et de leurs systèmes de compensation respectifs. En Malaisie, Bursa Malaysia a été formée par la fusion de 5 Bourses.

En mars 1999, Hong-Kong a énoncé 8 raisons principales pour démutualiser ses Bourses⁴ :

1. Libérer de la valeur - un membre avait la possibilité de convertir ses droits de membre en de nouvelles actions de la société de *holding*, sans perdre ses droits de négociateur. Ce dispositif a été jugé financièrement intéressant lors de la démutualisation et de la cotation de la Bourse d'Australie.

2. Une nouvelle société de services financiers, importante et efficace, attirerait les capitaux mondiaux vers Hong-Kong.
3. La fusion des Bourses et des chambres de compensation en une seule entité accroîtrait les économies d'échelle dans le domaine de l'efficacité des opérations, des investissements d'infrastructure, de la gestion des risques et de la solidité financière.
4. Réactivité aux forces du marché : la démutualisation permettrait la mise en place d'une nouvelle direction professionnelle et une rationalisation de l'organisation.
5. Innovation : la structure de direction simplifiée et rationalisée permettrait de nouvelles activités, comme le Marché des entreprises de croissance et la vente d'information sur les sociétés cotées.
6. Financement : une société cotée peut lever de nouveaux fonds pour moderniser et concentrer son attention sur sa plate-forme technologique afin d'offrir l'infrastructure financière la plus ouverte, efficace, robuste et intégrée nécessaire pour être compétitive sur le plan mondial.
7. Rationalisation des organismes de régulation redondants : confier la surveillance des courtiers à la Securities and Futures Commission (SFC) supprimerait un double emploi, augmenterait l'efficacité et réduira les coûts, et permettrait aux Bourses et chambres de compensation de se concentrer sur l'efficacité commerciale, sans avoir à se soucier d'éventuels conflits entre les compétences réglementaires.
8. La capacité de nouer des alliances internationales et d'élaborer des stratégies de marché dans une position de force.

LES BOURSES DÉMUTUALISÉES SONT-ELLES PLUS PERFORMANTES ?

Il est peut-être encore trop tôt pour tirer une conclusion définitive sur la capacité des Bourses démutualisées à remplir tous ou la plupart des objectifs mentionnés ci-dessus. Le tableau n° 2 est une synthèse des performances récentes des Bourses cotées.

Cette étude semble montrer qu'une seule des 5 Bourses asiatiques n'a pas amélioré sa rentabilité après la démutualisation, mais ceci ne permet pas de tirer des conclusions, car les volumes et les bénéfices nets peuvent être très différents d'une année sur l'autre. Le volume pourrait augmenter en raison de la tendance mondiale, mais les bénéfices pourraient diminuer en raison de la consolidation des coûts et de raisons locales particulières.

L'étude sur les coûts et le chiffre d'affaires effectuée par la FIBV (Fédération internationale des Bourses de valeurs) en 2000 semble indiquer qu'une croissance régulière du chiffre d'affaires s'est produite chez les membres de cette organisation après leur démutualisation et

Tableau n° 2
Comparaison financière des Bourses asiatiques démutualisées
(en monnaies locales, millions)

Date de la démutualisation	Bénéfice d'exploitation		Bénéfice net	
	Avant la démutualisation	Après la démutualisation	Avant la démutualisation	Après la démutualisation
Australie : ASX (13 oct. 1998)	A\$26,4 (1998)	A\$77,9 (2002)	A\$16,7 (1998)	A\$59,1 (2002)
Singapour : SGX (1 déc. 1998)	S\$37,0 (1999)	S\$64,0 (2002)	S\$28,0 (1999)	S\$60,9 (2002)
Hong-Kong : HKEx (6 mars 2000)	HK\$557 (1999)	HK\$822 (2001)	HK\$521 (1999)	HK\$740 (2001)
Tokyo : TSE (1 nov. 2001)	Y3.250 (2001)	Y1.308 (2002)	Y2.152 (2001)	Y2.826 (2002)
Philippines : PSE (8 août 2001)	P72,9 (2000)	P17,3 (2001)	P70,1 (2000)	P18,3 (2001)

Note : les années se terminent au 30 juin pour l'ASX et le SGX, au 31 décembre pour HKEx et PSE et au 31 mars pour le TSE

Source : Akhtar, Shamshad, « Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenges », (table 1.7, p. 27)⁵.

leur transformation en sociétés à but lucratif, au rythme de 12,3 % par an (de 1995 à 2000), contre une croissance annuelle des coûts de l'ordre de 10 %⁶. En moyenne, les Bourses démutualisées ont affiché une rentabilité de 41 %⁷. Il est possible que les organisations mutualistes aient été animées d'une volonté de service envers leurs membres et hésitaient souvent à augmenter les redevances et les coûts pour leurs membres. Comme la démutualisation est encore un phénomène relativement récent (par exemple, Bursa Malaysia n'a été démutualisée qu'en 2004), il n'y a pas suffisamment de données pour nous permettre de conclure avec certitude que la démutualisation entraîne automatiquement des gains.

GOUVERNANCE D'ENTREPRISE : INTÉRÊT PUBLIC CONTRE BÉNÉFICES PRIVÉS

Le conflit entre les intérêts publics et privés est au cœur de la question de la démutualisation. L'ancien président de l'Australian Securities and Investment Commission (ASX) a dit à ce sujet : « Les Bourses doivent désormais avoir à l'esprit ce qui suit : que vos membres sont désormais vos clients ; ceux qui décident de concurrencer leurs clients perdront, au



moins, la loyauté de leurs clients et, dès qu'une occasion se présentera pour leurs clients de choisir, leur clientèle⁸ ».

En tant que sociétés cotées, les Bourses démutualisées devront trancher le dilemme entre une maximisation des profits pour ses actionnaires et la fourniture de biens publics, comme un véritable service public, le développement du marché et des fonctions de régulation.

Comment les Bourses définissent-elles la limite entre la recherche du profit et le bon fonctionnement du marché ? Il serait tentant pour les Bourses qui recherchent les profits de négliger leurs responsabilités de régulateurs qui n'apportent aucun avantage immédiat, mais imposent d'engager des ressources importantes. C'est pourquoi, avant la démutualisation, la structure de rémunération doit être soigneusement étudiée pour équilibrer les intérêts publics et privés. Certaines Bourses, comme le London Stock Exchange et Bursa Malaysia, ont réussi à se débarrasser entièrement de leurs fonctions de régulation afin d'éviter des conflits d'intérêts. D'autres, comme l'ASX ou le HKEx, ont conservé une partie de leurs fonctions réglementaires à l'égard des sociétés cotées, bien qu'elles aient adopté des modèles différents pour la gestion des conflits d'intérêts. Le débat se poursuit encore aux États-Unis, où la division du travail entre l'autorégulation par les Bourses ou les associations professionnelles et les réglementations officielles n'a pas encore été tranchée définitivement. Certaines Bourses voient dans leur rôle de régulation un avantage compétitif, car une réglementation forte serait une garantie de la qualité du marché. D'autres sociétés cotées estiment qu'il existe des conflits entre des Bourses à but lucratif qui leur feraient concurrence sur le plan des volumes [de transactions] et qui seraient impliquées dans la régulation. C'est pourquoi des mécanismes adaptés doivent être mis en place pour veiller à ce que ces conflits d'intérêts soient résolus de manière adéquate et révélés de manière transparente.

La véritable préoccupation qui sous-tend le besoin d'un contrôle réglementaire des Bourses est que celles-ci sont des monopoles naturels en ce qui concerne la gestion d'une plate-forme centralisée de transaction et de compensation. Concentrer la liquidité et les transactions dans un système unique et transparent peut générer des économies d'échelle considérables. Cependant, l'inconvénient d'une telle concentration est la crainte qu'un comportement monopolistique ne découle d'un tel avantage concurrentiel.

Les avocats de la consolidation soutiennent que les Bourses démutualisées ne doivent pas seulement affronter la concurrence mondiale d'autres Bourses, mais aussi les plates-formes alternatives émergentes qui disputent activement les liquidités locales et les flux d'ordres. C'est pourquoi il ne devrait pas y avoir de préoccupations sur le plan de la régulation.



Les détracteurs de cette consolidation soutiennent que les Bourses cotées peuvent utiliser leur pouvoir réglementaire et la concentration pour contrer les concurrents éventuels et les innovations qu'ils pourraient apporter. Par exemple, la Bourse pourrait fixer des conditions d'admission qui empêchent l'apparition de nouveaux produits en imposant que toutes les transactions se fassent à travers la chambre de compensation à des coûts relativement élevés. Ce sont là des obstacles concrets ou apparents à l'accès [au marché]. La question des frais à payer pour les services boursiers, ainsi que les obstacles à l'accès au marché, sont au centre du débat et pourraient remettre en question les justifications mêmes de la démutualisation.

Les deux points de vue opposés sont de graves questions politiques qui se posent au cours du processus de démutualisation. La question est souvent tranchée par une décision législative ou par des changements dans les structures de gouvernance, afin de s'assurer que les conflits d'intérêts soient convenablement résolus. Dans la plupart des cas, la surveillance des Bourses démutualisées passe d'un statut d'autorégulation à un régime plus réglementaire.

L'autre possibilité de réforme se situe dans le domaine de la gouvernance de l'entreprise. Il s'agit alors d'améliorer la structure de rémunération et de gouvernance de manière à ce que l'on arrive, en toute indépendance, à prendre en compte les objectifs de profit aussi bien que l'intérêt public dans la structure démutualisée, sans oublier une surveillance efficace du conseil de direction et de la structure de l'entreprise⁹.

LA GESTION DES BOURSES DÉMUTUALISÉES

Des Bourses différentes ont des manières différentes de surmonter ces conflits d'intérêts. À Hong-Kong, le gouvernement a nommé six *Public Interest Directors* chargés de veiller à ce que l'intérêt public soit pris en compte au niveau du conseil d'administration. La loi régissant la Bourse prévoit aussi explicitement que lorsqu'il y a un conflit d'intérêts, l'intérêt public prend le pas sur l'intérêt commercial. Le tableau n° 3 décrit les diverses mesures prises par diverses Bourses pour assurer la transparence des opérations.

Un autre débat porte sur la distribution ou non de certaines réserves appartenant à la Bourse mutualisée, et si celles-ci doivent être distribuées aux membres ou au public. Dans le cas de Hong-Kong, après une prudente allocation de réserves pour risques de gestion, le reliquat des fonds a été attribué à la société cotée. En Malaisie, 30 % des ressources de la Bourse démutualisée ont été cantonnés dans un Fonds de développement des marchés financiers (CMDP - Capital Market Development Fund), 40 % sont allés aux professionnels et 30 % au gouvernement¹².

Tableau n° 3
Équilibre des intérêts publics et privés.
Composition des conseils d'administration

Bourse	Composition du Conseil
<i>Asiatique</i>	
ASX	9 membres, dont 4 sont des membres ou membres associés de l'ASX
SGX	11 membres, dont 4 représentent les intérêts des professionnels
HKEx	6 <i>Public Interest Directors</i> , nommés par le secrétaire aux Finances, 6 administrateurs élus par les actionnaires. Le Directeur général est membre de droit du Conseil
PSE	51 % du Conseil (8 administrateurs sur 15) devraient être indépendants
TSE	Sur 11 administrateurs, 6 sont « extérieurs »
<i>Non Asiatique</i>	
Stockholm SE	9 membres élus par les actionnaires
Toronto SE	15 membres 7 appartiennent à des sociétés de Bourse (ayant le droit d'opérer sur le marché) 7 administrateurs indépendants et un Président

Source : Akhtar, Shamshad, « Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenges » (p. 14)¹⁰
 Hughes, Pamela S, « Background Information on Demutualization » (p. 48-56)¹¹

Le CMDF a pour mission de veiller à ce que la Bourse continue de consacrer des ressources aux infrastructures publiques et au développement du marché.

Certaines instances ont imposé des limites financières à la propriété individuelle des Bourses. Ces plafonds assurent qu'aucune entité unique ne contrôle ou ne domine la propriété des Bourses cotées, qui sont souvent des symboles de la souveraineté nationale. Cette limitation n'existe pas dans le cas du London Stock Exchange, qui, en conséquence, a été la cible de plusieurs tentatives d'OPA lancées par d'autres Bourses, et plus récemment, par une banque. Il reste à voir si la propriété d'une Bourse démutualisée par un actionnaire dominant pourrait modifier ses opérations commerciales et sa direction, et l'écartier de sa mission centrale de service public.

Une séparation claire des fonctions réglementaires

Le Comité marchés émergents de l'OICV a fait plusieurs recommandations concernant le développement de nouvelles dispositions réglementaires, après la démutualisation. L'une est d'autoriser la Bourse à se consacrer en priorité à ses activités commerciales afin



de maximiser les profits. En conséquence, les questions réglementaires de la Bourse sont réduites, et confiées à l'autorité de tutelle ou à une entité indépendante créée à cet effet. Une autre solution est de confier ces responsabilités à un organisme d'autorégulation (SRO - Self-regulatory organisation) formée par les professionnels du secteur.

Une autre possibilité est de s'attacher à la réglementation du fonctionnement des services et des produits de la Bourse, plutôt que de réglementer celle-ci en tant qu'institution. L'approche fonctionnelle est comparable à la réglementation bancaire dans les pays où il n'y a pas d'autorité de tutelle.

En pratique, les attitudes envers la réglementation des Bourses démutualisées sont très différentes. Au Royaume-Uni, la Financial Services Authority a pris en charge le rôle de surveillance du London Stock Exchange. À Hong-Kong, par contre, le HKEx n'exerce plus la surveillance des professionnels, mais la réglementation des sociétés cotées est partagée entre cette Bourse et la Securities and Futures Commission. Le Toronto Stock Exchange a créé le TSE Regulatory Services pour assurer les fonctions de surveillance¹³, comme l'ont fait l'ASX et NASD Regulation Inc.

LA DÉMUTUALISATION EST-ELLE LA SEULE VOIE POUR L'INNOVATION ?

Le rapide survol effectué ci-dessus donne à penser que la démutualisation n'est pas la seule force capable de générer des innovations financières. Cependant, aligner les Bourses sur les forces du marché et les soumettre à davantage de concurrence crée les conditions pour plus d'innovation, plutôt que de l'ancrer dans une structure qui serait foncièrement averse au risque et réticente au changement. Cependant, les conflits d'intérêts entre les objectifs de profit et le souci du bien public sont des questions importantes dont il faut tenir compte dans la mise en place de structures visant à la fois l'innovation et l'efficacité.

Alors que les marchés s'intègrent avec une complexité croissante, les investisseurs réclament davantage de choix d'investissements. Différentes Bourses ont réagi de manières différentes aux changements des marchés. La flexibilité de la structure des organisations est manifestement une considération importante dans un contexte de changement rapide. Même le New York Stock Exchange a proposé d'acquérir une autre plate-forme de négociation (Archipelago, une société cotée sur le NYSE) et après la conclusion de cette opération, une entrée en Bourse est envisagée.



Par contre, la Bourse de Thaïlande est l'exemple d'un marché émergent qui ne s'est pas immédiatement orienté vers la démutualisation comme préalable à l'innovation. Pour l'instant, elle a conservé son statut mutuel, mais a opéré d'importants changements dans la gouvernance de l'entreprise pour admettre des administrateurs extérieurs au sein de son conseil d'administration. Elle a ainsi fait preuve d'une volonté d'innover dictée par son souci de compétitivité.

QUI A TORT, QUI A RAISON ?

Malgré la tendance en faveur de la démutualisation, il est encore trop tôt pour en faire le modèle idéal pour tous les marchés. Elle a très bien servi certains marchés, mais les preuves ne sont pas encore concluantes.

L'une des raisons de ces réserves est l'absence, jusqu'ici, de consensus sur le modèle idéal pour résoudre le conflit fondamental entre intérêts publics et privés. Changer la forme (d'une structure mutuelle à une autre démutualisée), mais pas la propriété intrinsèque n'impose pas de si grands changements du comportement.

La démutualisation a ses avantages. En passant à un système d'actionnariat boursier, la Bourse gagne en transparence et sa structure de propriété ouverte permet aux opinions de groupes plus nombreux d'être représentées dans le processus de décision. Ceci favorise l'innovation et la création de nouveaux produits et services.

Pourtant, les Bourses démutualisées sont en butte à l'importante obligation de préserver l'intérêt public en régulant le marché et en préservant le jeu de la concurrence tout en poursuivant un objectif de maximisation des profits. La solution de ce dilemme est d'avoir une bonne gouvernance d'entreprise, ainsi qu'une séparation claire des responsabilités réglementaires.

Il n'y a pas de solution qui convienne à tous. Les responsables politiques qui étudient encore la démutualisation devraient garder à l'esprit l'objectif ultime de la transparence du marché, l'efficacité et l'équité, lorsqu'ils élaboreront la solution la plus appropriée à leur environnement local.



NOTES

1. Ndt : Alternative trading systems.
2. Ndt : en anglais International Organization of Securities Commissions - IOSCO.
3. Emerging Markets Committee, IOSCO (2005), « Exchange Demutualization in Emerging Markets », avril.
4. Sheng, Andrew (1999), « Technology, Change and Reform: Implications for Hong Kong's Securities and Futures Markets » 22 April.
5. Voir Akhtar, Shamshad (Ed) (2002), « Demutualization of Asian Stock Exchanges - Problems, Solutions and Case Studies », Asian Development Bank.
6. Akhtar, Shamshad, « Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenges » (p. 26) in Akhtar, Shamshad (Ed) (2002, *op cit*).
7. Mais Shamshad Akhtar souligne que ceci peut être dû à un monopole des prix.
8. Cameron, Alan (2002), « Demystifying Demutualization », http://www.sec.or.th/th/infocenter/pub/seminar/nbfi2002/513session5_future_cameron.doc.
9. Akhtar, Shamshad, « Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenges » dans Akhtar, Shamshad (Ed) (2002, *op cit*).
10. Voir Akhtar, Shamsad (Ed) (2002, *op cit*).
11. Voir Akhtar, Shamsad (Ed) (2002, *op cit*).
12. Singh, Ranjit Ajit (2004), « Mergers, Demutualization and Governance of Securities Exchanges », OICV - IOSCO, 20 mai.
13. Emerging Markets Committee, IOSCO (2005), « Exchange Demutualization in Emerging Markets », Avril.

BIBLIOGRAPHIE

- AKHTAR Shamshad (Ed) (2002), *Demutualization of Asian Stock Exchanges - Problems, Solutions and Case Studies*, Asian Development Bank.
- AKHTAR Shamshad (2002), « Demutualization of Asian Stock Exchanges - Critical Issues and Challenge » in Akhtar, Shamshad (Ed) (2002).
- CAMERON Alan (2002), « Demystifying Demutualization », http://www.sec.or.th/th/infocenter/pub/seminar/nbfi2002/513session5_future_cameron.doc.
- EMERGING MARKETS COMMITTEE, IOSCO (2005), « Exchange Demutualization in Emerging Markets », April.
- HUGHES Pamela S (2002), « Background Information on Demutualization » in Akhtar, Shamshad (Ed) (2002).
- SHENG Andrew (1999), « Technology, Change and Reform: Implications for Hong Kong's Securities and Futures Markets » 22 April.
- SINGH Ranjit Ajit (2004), « Mergers, Demutualization and Governance of Securities Exchanges », OICV - IOSCO, May 20.

