

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario



Comité de l'infrastructure
du marché canadien

M. John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec)
H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Le 21 septembre 2012

Objet : Document de consultation 91-406 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale (le « document de consultation »)

INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien (Canadian Market Infrastructure Committee) (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation qu'ont publié les ACVM le 20 juin 2012 relativement à la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés de certains participants au marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC est composé des membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque HSBC Canada, la Financière Manuvie, la Banque Nationale du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse et La Banque Toronto-Dominion.

Le CMIC apporte une voix unique dans le dialogue concernant le cadre approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. La composition du CMIC a été volontairement établie pour présenter les points de vue aussi bien du côté « achat » que du côté « vente » du marché canadien des dérivés de gré à gré, ainsi que des banques nationales et étrangères actives au Canada.

Les dérivés de gré à gré constituent une importante catégorie de produits utilisés tant par les intermédiaires financiers que par les utilisateurs finaux commerciaux pour gérer le risque et l'exposition au risque. L'accès aux marchés des dérivés de gré à gré représente une composante essentielle de la croissance et de la stabilité financière à long terme des marchés financiers canadiens et de leurs participants.

Le CMIC est reconnaissant envers les ACVM de l'approche consultative qu'elles ont retenue pour examiner le cadre réglementaire approprié de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale. Le CMIC estime que cette approche posera les fondations pour l'élaboration d'une structure réglementaire canadienne¹ qui honorera les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20 en se penchant sur les inquiétudes relatives au risque systémique dans la compensation des dérivés de gré à gré.

APERÇU

Le CMIC reconnaît l'importance de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale dans le cadre de l'effort mondial visant à réduire le risque systémique. Bon nombre de membres du CMIC adhèrent actuellement à des plateformes de compensation centrale et, en prévision d'éventuelles exigences législatives, ils sont de plus en plus nombreux à exercer leurs activités d'une manière qui respecte les engagements en matière de compensation du G20. Nous nous réjouissons de l'évolution de la réglementation internationale en vue de respecter les engagements pris dans le cadre du G20. Nous encourageons les ACVM à continuer de travailler en étroite collaboration avec les organismes de réglementation analogues mondiaux et autres organismes internationaux à l'objectif commun de respecter les engagements du G20. Un régime canadien qui ne s'inscrirait pas dans la norme mondiale se traduirait par un sérieux désavantage concurrentiel pour les participants canadiens.

Dans nos réponses (la « lettre du CMIC sur les référentiels centraux », la « lettre du CMIC sur la surveillance et l'application de la loi », la « lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité » et la « lettre du CMIC sur les utilisateurs finaux », respectivement, et collectivement, les « lettres du CMIC »)² aux documents de consultation publiés par les ACVM relativement aux référentiels centraux des dérivés de gré à gré (le « document sur les référentiels centraux »)³, à la surveillance et à l'application de la loi du marché des dérivés de gré à gré (le « document sur la surveillance et l'application de la loi »)⁴, à la séparation et à la transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré (le « document sur la séparation et la transférabilité »)⁵ et à la dispense d'un certain nombre proposé d'obligations réglementaires pour les utilisateurs finaux des dérivés de gré à gré (le « document sur les utilisateurs finaux »)⁶, nous avons souligné le besoin de coordination et de collaboration entre les organismes de réglementation fédéraux, provinciaux et territoriaux afin de permettre à chaque palier de gouvernement de s'acquitter efficacement de ses responsabilités juridictionnelles respectives en ce qui concerne les dérivés de gré à gré. Dans cet objectif canadien concerté, il est important de veiller à ce que le régime des dérivés de gré à gré canadien s'inspire des régimes réglementaires de prudence existants qui ont si bien servi le système financier canadien.

¹ Les renvois à la « réglementation » ou aux « organismes de réglementation » dans le présent document seront réputés inclure les organismes de réglementation prudeniels, du marché et du risque systémique.

² Réponse du CMIC datée du 9 septembre 2011 au document de consultation sur les référentiels centraux de données. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-402/Comite_infrastructure_91-402.pdf.

Réponse du CMIC datée du 25 janvier 2012 au document de consultation sur la surveillance et l'application de la loi. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-403/91-403_comite-infrastructure-marche-canadien.pdf.

Réponse du CMIC datée du 10 avril 2012 au document de consultation sur la séparation et la transférabilité. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404/cmhc/91-404_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 15 juin 2012 au document de consultation sur les utilisateurs finaux. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

³ Document de consultation 91-402 des ACVM – Dérivés : Référentiels centraux de données daté du 23 juin 2011. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011juin23-91-402-cons-paper-fr.pdf>.

⁴ Document de consultation 91-403 des ACVM – Dérivés : Surveillance et application de la loi daté du 25 novembre 2011. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011nov25-91-402-cons-fr.pdf>.

⁵ Document de consultation 91-404 des ACVM – Dérivés : Séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré daté du 10 février 2012. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404/cmhc/91-404_fr.pdf.

⁶ Document de consultation 91-405 des ACVM – Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux datée du 13 avril 2012. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

Conformément à la position que nous avons adoptée dans nos quatre lettres du CMIC précédentes, nous soutenons qu'un cadre réglementaire canadien pour la compensation des dérivés de gré à gré doit être harmonisé et simplifié au maximum dans l'ensemble des provinces et des territoires, la surveillance du risque systémique devant relever du fédéral, et que ce cadre réglementaire canadien doit être conforme aux nouvelles normes et nouveaux protocoles internationaux pour la compensation par contrepartie centrale. Si le marché canadien présente des caractéristiques uniques, le régime canadien doit bien sûr en tenir compte. À l'exception de l'adhésion au régime réglementaire de prudence actuel, à ce stade, le CMIC n'a toutefois répertorié aucune caractéristique du marché canadien ou d'un produit dérivé de gré à gré canadien en particulier qui nécessiterait une dérogation à ces nouvelles normes et nouveaux protocoles internationaux.

Étant donné l'avancement remarquable de la réforme du cadre réglementaire des dérivés de gré à gré à l'échelle internationale, le CMIC est d'avis que le régime des dérivés de gré à gré canadien pour la réglementation de la compensation par contrepartie centrale doit s'inscrire dans ce cadre mondial et le compléter. Si le régime canadien devait comprendre des restrictions réglementaires importantes supplémentaires propres au Canada, les participants au marché des dérivés de gré à gré canadien pourraient souffrir lourdement d'un accès limité aux marchés mondiaux. Comme il a été indiqué dans l'introduction au document de consultation, le marché des dérivés de gré à gré canadien représente une part relativement faible du marché mondial. Étant donné la position relative du Canada dans le marché mondial, le CMIC soutient que le Canada ne devrait pas imposer des exigences réglementaires supplémentaires pour la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale du fait que ces exigences créeraient des barrières à l'accès au marché mondial pour les participants au marché canadien.

Dans le cadre de l'élaboration du régime réglementaire canadien pour les dérivés de gré à gré, y compris la compensation par contrepartie centrale, il sera important d'adopter les normes internationales acceptées, notamment les principes pour les infrastructures du marché financier (*financial market infrastructures*) (les « principes FMI »)⁷ publiés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières. Bien que non encore dans leur version définitive, la structure et l'approche de réglementation mondiale de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale se sont précisées et étoffées au cours des derniers mois. D'un point de vue canadien, il est essentiel de souligner la tendance dans les territoires qui se comparent le mieux au Canada pour l'adoption à l'échelon régional d'un modèle mondial.⁸ Le CMIC est en faveur d'une telle adoption à l'échelon régional au Canada d'un modèle mondial.

Le CMIC a étudié la question quant à savoir si le régime réglementaire canadien devait exiger de tous les participants au marché canadien qu'ils effectuent leur compensation au moyen d'une infrastructure de compensation canadienne nationale. Le CMIC reconnaît que le marché des dérivés de gré à gré continue d'évoluer en ce qui concerne la technologie, les exigences réglementaires et la dynamique de marché. Les participants au marché devraient être libres d'élaborer une infrastructure de compensation nationale s'ils considèrent que les circonstances sont favorables. Le CMIC estime que l'imposition d'une obligation légale de compensation au moyen d'une infrastructure de compensation canadienne nationale ne favoriserait pas l'atteinte des objectifs réglementaires déclarés.

Comme il est indiqué ci-dessus, le CMIC est en faveur de la compensation par contrepartie centrale et en saisit bien la valeur en tant que mécanisme de réduction du risque. Nous croyons toutefois que dans certaines circonstances, la compensation par contrepartie centrale peut en fait augmenter, au lieu de diminuer, le risque dans le marché des dérivés de gré à gré, notamment lorsque les opérations sur dérivés de gré à gré entre membres d'un même groupe doivent être compensées par contrepartie centrale. En obligeant

⁷ Disponible à l'adresse suivante : <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>.

⁸ Par exemple, l'Australie (voir *Implementation of a framework for Australia's G20 over-the-counter derivatives commitments*, un document de consultation de l'Australian Treasury publié en avril 2012 et dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Consultations%20and%20Reviews/2012/Over%20the%20counter%20derivatives%20commitments%20consultation%20paper/Key%20Documents/PDF/OTC%20Framework%20Implementation_pdf.ashx) et Hong Kong (voir *Consultation paper on the proposed regulatory regime for the over-the-counter derivatives market in Hong Kong*, un document de consultation de la Monetary Authority et de la Securities and Futures Commission de Hong Kong publié en octobre 2011 et dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=11CP6>).

la compensation par contrepartie centrale de ces opérations, les organismes de réglementation, entre autres, modifieront sensiblement un important outil de gestion du risque dont peuvent se prévaloir les entités membres du même groupe, augmenteront le risque de contrepartie à l'extérieur du groupe et externaliseront le risque qui serait par ailleurs réparti entre les entités membres du même groupe. Nous prions les ACVM d'examiner attentivement une dispense générale de l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les opérations intragroupe. Il y a lieu de se reporter à notre réponse à la Question 5 ci-après pour une explication de cette position.

RÉSUMÉ DE LA RÉPONSE

Le texte qui suit résume la réponse du CMIC aux articles du document de consultation qui n'ont pas été entièrement abordés dans les 12 questions particulièrement posées par les ACVM. Vous trouverez après le présent résumé la réponse du CMIC à ces questions.

Compensation par contrepartie centrale obligatoire

Le CMIC convient qu'il est pertinent d'examiner la compensation obligatoire d'un dérivé de gré à gré en fonction des facteurs décrits dans le document de consultation. D'autres questions importantes doivent toutefois être examinées, notamment i) s'il existe ou non une chambre de compensation appropriée pour le dérivé, ii) si la compensation obligatoire aura ou non un effet défavorable important sur le marché existant pour le dérivé et iii) si le dérivé est assujéti ou non à une obligation de compensation dans d'autres territoires. Nous sommes également d'avis que, avant l'imposition d'une obligation de compensation pour un dérivé en particulier, les participants devraient bénéficier d'une période transitoire permettant au marché de s'adapter. Compte tenu de chacun de ces facteurs, le CMIC estime que l'approche ascendante est la meilleure façon de procéder, particulièrement à ce stade préliminaire de la réglementation de la compensation par contrepartie centrale. Une telle approche permettra aux organismes de réglementation de s'adapter à l'évolution du marché et aux produits de plus en plus spécialisés compensés par contrepartie centrale. Nous reconnaissons, toutefois, qu'au fur et à mesure que les référentiels centraux de données produiront plus d'information sur le marché, il conviendra peut-être d'employer une approche descendante et de permettre aux organismes de réglementation de répertorier les produits qui ont une importance systémique et qui devraient être assujéti à une obligation de compensation. Dans tous les cas, il est impératif que des obligations de compensation soient imposées en fonction de critères reconnus mondialement par souci d'uniformité des règles du jeu.

D'un point de vue pratique, le CMIC soutient que la mise en œuvre d'une obligation de compensation au Canada doit se faire le plus simplement et le plus efficacement possible, notamment en ce qui a trait à la transmission par contrepartie centrale de dérivés à des fins d'examen réglementaire, dont la procédure ne devrait pas être contraignante au point de décourager les contreparties centrales étrangères de faire affaire avec des participants au marché canadien. Afin d'éviter un tel effet non souhaitable, le CMIC propose que les ACVM travaillent ensemble, et de concert avec l'autorité fédérale, à la création d'un point de contact de réglementation unique au Canada. Cette façon de faire permettra d'alléger le fardeau administratif tant des organismes de réglementation que des contreparties centrales en évitant les doubles emplois inutiles dans l'ensemble du pays et en permettant aux ACVM de maintenir un registre central des dérivés qui ont été jugés admissibles à la compensation centrale et des dérivés qui sont assujéti à une obligation de compensation. Afin de réduire davantage les doubles emplois, il conviendrait peut-être aussi d'examiner un régime de passeport avec certains organismes de réglementation internationaux⁹, comme la *Commodity Futures Trading Commission* des États-Unis (« CFTC ») et/ou la *European Securities and Markets Authority*. Si un organisme de réglementation non canadien en particulier (approuvé comme tel par les organismes de réglementation canadiens) a approuvé un dérivé transmis par une contrepartie centrale en particulier, dans

⁹ La réglementation canadienne en matière de placements publics de titres reconnaît depuis longtemps les régimes de passeport. Non seulement existe-t-il des aspects de régimes de passeport permis dans le cadre de placements publics de titres au Canada, mais les organismes de réglementation en valeurs mobilières canadiens ont adopté la même approche dans le cadre de certains placements transfrontaliers. Par exemple, les ACVM et la Securities and Exchange Commission des États-Unis ont adopté en 1991 le régime d'information multinational qui permet aux émetteurs nord-américains d'accéder aux marchés du Canada et des États-Unis en ne respectant que les exigences de prospectus applicables de leur territoire respectif.

un régime de passeport, l'organisme de réglementation canadien compétent mènerait à l'égard de ce dérivé un examen beaucoup moins approfondi que celui qui serait prescrit si le dérivé n'avait pas déjà été examiné par un autre organisme de réglementation reconnu.

Si aucune contrepartie centrale n'accepte un dérivé pour compensation après qu'il a été établi que le dérivé est assujéti à une obligation de compensation, le CMIC ne pense pas qu'il soit nécessaire que l'organisme de réglementation du marché impose des exigences supplémentaires de capital ou de marge ou d'autres restrictions sur les opérations sur le dérivé. Si la décision relative à la compensation obligatoire a été prise en fonction de critères appropriés, une telle situation serait alors selon nous assez inhabituelle, et si elle devait se produire, ce serait sans doute attribuable au marché. Nous nous attendons donc à ce que le marché s'autoredresse quant au dérivé visé sans autre intervention réglementaire.

De même, si l'organisme de réglementation du marché établit qu'un dérivé ne convient plus à la compensation par contrepartie centrale, nous nous attendons également à ce que cette décision soit dictée par une réponse du marché quant à la pertinence du produit. Toutefois, nous convenons que la décision de ne plus soumettre un produit à l'obligation de compensation devrait faire l'objet d'une consultation publique et d'un examen en fonction d'un ensemble analogue de facteurs qui ont été pris en considération dans le cadre de la décision initiale de compensation obligatoire.

Comme il est indiqué tout au long de la présente partie, le CMIC appuie en général l'introduction d'une obligation de compensation. Toutefois, nous entrevoyons aussi une possibilité de réglementation excessive en cette matière. Les participants au marché qui sont assujéti à une réglementation prudentielle seront fortement encouragés à la compensation par contrepartie centrale, notamment après la mise en œuvre du dispositif réglementaire de fonds propres de Bâle III. Ces encouragements auront aussi une incidence sur les contreparties non réglementées puisque l'augmentation des coûts liés aux opérations bilatérales est transférée au marché. On peut raisonnablement s'attendre à ce qu'après la mise en œuvre de ces encouragements, le marché s'autoredressera volontairement en faveur de la compensation par contrepartie centrale. Il ne sera pas nécessaire d'imposer une obligation de compensation pour un produit en particulier lorsqu'il n'y a manifestement aucun risque systémique.

Enfin, il est important de souligner que, même si un produit en particulier n'est pas assujéti à une obligation de compensation, ce produit ne devrait pas pour autant être inadmissible à la compensation. La compensation de façon volontaire de produits non assujéti à une obligation de compensation devrait faire partie du régime canadien.

Reconnaissance des contreparties centrales

Conformément à l'approche proposée ci-dessus quant à la question de savoir si un dérivé de gré à gré devrait ou non être assujéti à une obligation de compensation, le CMIC fait valoir qu'il est très important que le processus canadien de reconnaissance des contreparties centrales soit transparent du point de vue des contreparties centrales. Qu'il s'agisse d'une contrepartie centrale étrangère ou nationale, pour assurer l'efficacité du processus et, par extension, l'efficacité du marché des dérivés de gré à gré, les ACVM devront absolument travailler ensemble, et de concert avec l'autorité fédérale, à la création d'un point de contact de réglementation unique au Canada. Comme il est proposé ci-dessus à l'égard de la compensation obligatoire par contrepartie centrale, il serait peut-être aussi approprié d'examiner un régime de passeport avec certains organismes de réglementation internationaux, comme le CFTC et/ou la Financial Services Authority du Royaume-Uni, aux termes duquel, lorsqu'un organisme de réglementation déterminé a approuvé une contrepartie centrale en particulier, l'organisme de réglementation canadien compétent mènerait un examen beaucoup moins approfondi de cette contrepartie centrale que celui qui serait prescrit si la contrepartie centrale n'avait pas déjà été approuvée par un autre organisme de réglementation reconnu.

Les critères utilisés par l'organisme de réglementation canadien compétent chargé d'examiner une demande de reconnaissance d'une contrepartie centrale doivent être conformes au nouveau cadre réglementaire mondial, y compris les principes FMI, et doivent aussi pouvoir être rajustés en fonction de l'évolution du cadre mondial. Une telle approche s'inscrit dans le cadre de surveillance multiterritorial proposé recommandé par les ACVM dans le document de consultation, étant donné qu'il sera difficile pour les organismes de

réglementation canadiens de participer à un régime de coopération en matière de surveillance si leurs critères de reconnaissance des contreparties centrales ne sont pas harmonisés avec les normes internationales. De plus, si les critères canadiens de reconnaissance des contreparties centrales ne sont pas conformes aux normes reconnues mondialement ou sont plus rigoureux que celles-ci, les participants au marché canadien pourraient en souffrir lourdement et le Canada pourrait être incapable de respecter les engagements du G20.

Gouvernance

Comme il est indiqué ci-dessus à la rubrique « Aperçu » de la présente lettre, le marché des dérivés de gré à gré canadien représente une part relativement faible du marché mondial. C'est pourquoi il est très difficile pour le Canada d'imposer des exigences réglementaires supplémentaires ou exceptionnelles aux contreparties centrales sans créer des barrières à l'accès pour les participants au marché canadien. De l'avis du CMIC, il en va de même pour la gouvernance des contreparties centrales. Bien que nous reconnaissons l'importance d'obliger les contreparties centrales à se doter d'un solide régime de gouvernance, nous ne croyons pas qu'il existe des préoccupations propres au Canada qui justifieraient l'imposition d'obligations de gouvernance en sus ou différentes des normes reconnues à l'échelle internationale.

RÉPONSES PRÉCISES AUX QUESTIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM

- 1. Selon vous, les caractéristiques de certaines catégories de dérivés de gré à gré les rendent-elles admissibles à la compensation par contrepartie centrale d'après les facteurs exposés dans le présent document? Dans l'affirmative, quelles catégories d'actifs en seraient exclues et pour quelles raisons?**
- 2. Pour quelles catégories d'actifs considérez-vous que la compensation par contrepartie centrale est inappropriée ou n'est pas actuellement faisable selon les facteurs exposés dans le présent document et pour quelles raisons?**

NB : Le texte qui suit est une réponse globale aux questions 1 et 2.

La décision d'assujettir ou non un produit à une obligation de compensation devrait être fondée essentiellement sur l'effet qu'aurait cette obligation sur la sécurité et la viabilité des marchés des dérivés de gré à gré. Le risque systémique est au cœur de ces décisions. Le CMIC est d'avis que la solution repose sur une pondération des facteurs exposés dans le document de consultation. Par exemple, le fait qu'un dérivé est ou peut être suffisamment normalisé ne devrait pas en soi être une raison suffisante pour le soumettre à une obligation de compensation, notamment s'il n'est pas suffisamment liquide pour en permettre la compensation efficace. En application des facteurs pertinents, le CMIC soutient que, au stade actuel, les swaps de taux d'intérêt sont particulièrement appropriés à la compensation par contrepartie centrale. Le CMIC reconnaît qu'en fonction de l'évolution des marchés des dérivés de gré à gré et des technologies connexes, il pourrait devenir souhaitable de soumettre à une obligation de compensation des catégories d'actifs de plus en plus complexes. Une telle décision devrait toutefois être prise en vue d'une harmonisation avec les normes internationales. Les participants au marché des dérivés de gré à gré canadiens ne devraient pas être désavantagés par des normes rigoureuses qui ne sont pas conformes aux normes internationales.

Le CMIC soutient également que les swaps de change (y compris les opérations de change au comptant et opérations à terme réglées physiquement) ne devraient pas être soumis à l'obligation de compensation. Étant donné que le marché des changes est, en pourcentage, plus important au Canada que dans d'autres pays, il est fondamentalement important que le régime canadien soit conforme aux normes mondiales à l'égard des opérations de change. Ces catégories d'actifs devraient notamment être exclues de la compensation obligatoire au motif qu'elles présentent un profil de risque différent de la plupart des autres catégories de dérivés. Comme il s'agit essentiellement d'instruments à court terme, les opérations de change comportent un risque de crédit de contrepartie minimal et présentent plutôt surtout un risque de règlement. Ce risque de règlement est toutefois largement atténué par l'utilisation généralisée de systèmes de règlement-livraison,

notamment CLS Bank International, qui empêchent le règlement si l'une ou l'autre des parties est en défaut de paiement.¹⁰ La durée relativement brève de ces dérivés contribue également à réduire le risque de défaut de contrepartie et la compensation par contrepartie centrale de ces dérivés ne présente pratiquement aucun avantage supplémentaire. Ces motifs sont conformes à ceux donnés par le Trésor américain dans sa décision provisoire voulant que les opérations de change ne soient pas soumises à la compensation obligatoire¹¹. Le Trésor américain devrait publier sous peu sa décision définitive concernant la dispense des opérations de change. Aux fins de l'objectif d'harmonisation internationale, les organismes de réglementation canadiens devraient faire preuve d'une extrême prudence quant à quelque dérogation à cette approche globale dans le cadre de l'élaboration de règles nationales sur la compensation par contrepartie centrale.

3. Quels sont les coûts et les risques de la transition de certains dérivés ou catégories de dérivés à la compensation par contrepartie centrale dont les organismes de réglementation devraient tenir compte dans leur décision de soumettre ou non un dérivé à l'obligation de compensation par contrepartie centrale?

Dans le cadre de la décision de soumettre ou non un dérivé à la compensation par contrepartie centrale, les organismes de réglementation devraient examiner les coûts économiques associés à la compensation, notamment les frais de chambre de compensation. Les structures de frais fixes peuvent être coûteuses pour les plus petits participants au marché et peuvent les décourager de recourir aux dérivés comme moyen de gestion du risque si les dérivés sont soumis à une obligation de compensation. Les organismes de réglementation devraient également tenir compte de l'incidence, le cas échéant, qu'une obligation de compensation pourrait avoir sur les exigences de marge et la liquidité dans le marché. Si les exigences de marge sont plus élevées pour les dérivés qui ne font pas l'objet d'une compensation par contrepartie centrale, il est à prévoir que le marché tendra volontairement vers la compensation par contrepartie centrale de ces dérivés, ce qui réduirait les exigences de marge et améliorerait la liquidité dans le marché, et rendrait inutile la nécessité d'une obligation de compensation par contrepartie centrale. Les organismes de réglementation devraient également tenir compte du possible risque de concentration si les participants au marché recourent à une contrepartie centrale pour la compensation de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré.

4. Le report d'une transmission, qu'il se mesure en minutes, en heures ou en jours, engendre-t-il des risques, notamment de contrepartie, d'une importance telle qu'il est nécessaire de fixer un délai strict pour transmettre les opérations à une contrepartie centrale et pour que celle-ci les accepte?

L'intégrité du système dépend de la rapidité d'exécution des opérations qui sont effectuées. Afin de minimiser le risque systémique, il est important que les contreparties transmettent les opérations à une contrepartie centrale et soient informées par la contrepartie centrale de l'acceptation ou du rejet d'une opération dans les meilleurs délais. Le CMIC sait par expérience que les contreparties centrales utilisent actuellement un processus de confirmation quasi immédiate. Si les dérivés sont normalisés et sont admissibles à la compensation, les contreparties centrales devraient être en mesure de confirmer l'acceptation ou le rejet instantanément. Toutefois, le CMIC soutient que si un délai strict doit être imposé, il faut reconnaître i) qu'étant donné la nature mondiale du marché des dérivés de gré à gré, il pourrait être impossible de transmettre l'acceptation ou le rejet, et d'en donner avis, à toutes les parties le jour ouvrable applicable pour chacune des parties visées, ii) qu'à l'approche de la clôture d'un jour de séance, le volume d'opérations augmente souvent sensiblement et iii) que les contreparties centrales peuvent traiter l'acceptation ou le rejet d'opérations en lots, tous susceptibles d'entraîner un certain délai. À cet égard, si les organismes de réglementation établissent qu'un délai strict doit être imposé, le CMIC propose qu'un délai de 24 heures à

¹⁰ CLS Bank International ne garantit pas le règlement ni le financement des opérations sous-jacentes; toutefois, les ordres de paiement des deux côtés d'une opération de change sont réglés simultanément. Si les ordres de paiement ne sont pas symétriques, ou si les exigences de financement et de gestion du risque applicables ne sont pas respectées, l'ordre de paiement sera rejeté, évitant ainsi la perte de capital. Voir *CLS Bank International Currency Program Briefing Book* dont on peut obtenir une copie à l'adresse suivante : http://www.cls-group.com/Publications/CLS_Currency_Programme_Briefing_Book.pdf.

¹¹ Voir *Notice of Proposed Determination – Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act*, 76 Fed. Reg. 25774, 25776 (5 mai 2011).

compter de l'exécution de l'opération¹² serait un délai approprié qui ne devrait pas exposer le système à un risque excessif. Il peut aussi être approprié de prévoir une marge de manœuvre supplémentaire pour les opérations qui sont compensées de façon volontaire¹³ ou rétroactive.

5. Le Comité voudrait savoir s'il est approprié de dispenser les opérations intragroupe de l'obligation de compensation par contrepartie centrale, quels risques ces opérations peuvent faire peser sur le marché et quel serait le coût de leur transfert à une contrepartie centrale.

Le CMIC est résolument d'avis qu'une dispense générale de l'obligation de compensation pour les opérations intragroupe est un élément essentiel du cadre canadien proposé pour la réglementation de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale, pourvu que les parties à l'opération aient mis en œuvre des politiques et procédures de gestion du risque centralisées. Cette position est compatible avec le règlement intitulé *European Market Infrastructure Regulation* (« EMIR »), qui prévoit une dispense de compensation pour les opérations intragroupe lorsque le groupe est assujéti à des procédures adéquates de gestion, de mesure et de contrôle des risques centralisées.¹⁴ À l'appui de sa position, le CMIC fait également valoir le mémoire conjoint de l'International Swaps and Derivatives Association (l'« ISDA ») et de la Securities Industry and Financial Markets Association (la « SIFMA ») à la CFTC en faveur d'une dispense pour les opérations intragroupe des règles d'application du Titre VII de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, au motif que l'externalisation du risque qui pourrait par ailleurs être gérée au sein d'un groupe se traduira en réalité par une augmentation du risque dans le marché sans réels avantages compensatoires.¹⁵

La compensation par contrepartie centrale vise à réduire le risque systémique, notamment en limitant l'effet du défaut d'une entité sur les contreparties. Comme il est indiqué dans la lettre de la SIFMA/ISDA, cet objectif ne peut être atteint par une obligation de compensation des opérations intragroupe par contrepartie centrale, notamment parce que le marché perçoit déjà le groupe comme une entité intégrée.¹⁶ Si une partie à une opération intragroupe non compensée par contrepartie centrale ne respecte pas ses obligations, le risque est réparti entre les membres du même groupe; un tel événement ne devrait toutefois pas être un facteur pour le marché des dérivés de gré à gré plus général.¹⁷ Si ces opérations sont compensées, l'effet d'un défaut s'étendrait au-delà du groupe. De plus, étant donné que les swaps ne représentent qu'une partie du plan de gestion du risque d'un groupe, soumettre les opérations sur dérivés de gré à gré intragroupe à une obligation de compensation par contrepartie centrale nuirait à la capacité du groupe de gérer efficacement le risque de façon centralisée, nécessiterait la révision des procédures de gestion du risque existantes et augmenterait les frais du groupe liés à la gestion du risque, augmentation qui devra inévitablement être transférée aux clients du groupe.¹⁸

Le document de consultation fait mention de la possibilité d'une augmentation du risque pour le marché si les opérations intragroupe devaient bénéficier d'une dispense générale de l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Après avoir examiné la question en profondeur, les membres du CMIC s'expliquent mal comment une telle dispense aurait pour effet d'augmenter le risque pour le marché si les parties en question respectent des politiques et des contrôles appropriés en matière de gestion du risque. Nous serions plutôt d'avis que la compensation des opérations intragroupe expose le marché à un risque accru. Le CMIC ne voit

¹² Les organismes de réglementation peuvent envisager de préciser ce qui constitue une « exécution », les contreparties pouvant interpréter ce terme différemment selon le type de swap. La notion d'« exécution » pourrait notamment comprendre la présence d'un accord entre les contreparties quant à l'utilisation d'une contrepartie centrale en particulier pour une opération visée.

¹³ Proposition conforme à l'approche adoptée par la CFTC. Voir les commentaires de la CFTC à l'égard du document intitulé *Final Rule – Customer Clearing Documentation, Timing of Acceptance for Clearing, and Clearing Member Risk Management*, 77 Fed. Reg. 21278, 21285 (9 avril 2012).

¹⁴ Voir la version définitive de l'EMIR adoptée par le Parlement européen le 29 mars 2012, dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+20120329+SIT-01+DOC+WORD+V0//FR&language=FR> à l'article 3.

¹⁵ Lettre de l'ISDA et de la SIFMA à la CFTC, le 14 mai 2012 (la « lettre de la SIFMA/ISDA »), dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <http://www2.isda.org/attachment/NDM5OA==/CFTC%20-%20Inter-affiliate%20clearing%20FINAL%2051412.pdf>.

¹⁶ *Ibid.* à la page 3.

¹⁷ *Ibid.* à la page 4.

¹⁸ *Ibid.* à la page 5.

donc aucun avantage à soumettre les opérations intragroupe à l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

Le CMIC souligne que dans le commentaire de la CFTC joint à la version définitive de la règle sur la dispense des utilisateurs finaux¹⁹, la CFTC a adopté la position selon laquelle une partie pourrait décider qu'un swap intragroupe est dispensé si une partie au swap est une entité non financière qui aurait la faculté de recourir à la dispense d'utilisateur final si elle a conclu un swap avec un tiers. La CFTC a également reconnu que la dispense de compensation générale pour les swaps intragroupe ne s'inscrivait pas dans le cadre de la dispense des utilisateurs finaux, mais que des observateurs avaient soulevé des questions qui justifiaient un examen plus approfondi.²⁰ La CFTC a récemment terminé cet examen et a publié un projet de règle dispensant certains swaps intragroupe de la compensation.²¹ La dispense intragroupe proposée de la CFTC dispose que pour être dispensés de l'obligation de compensation, les swaps intragroupe doivent remplir certaines conditions, notamment la condition que les deux parties soient des membres du groupe en propriété majoritaire assujettis à une gestion du risque centralisée et dont les états financiers sont déclarés de façon consolidée. Nous faisons remarquer que la dispense intragroupe proposée de la CFTC ne dispense pas les parties de respecter d'autres exigences relatives à un swap intragroupe non compensé, comme la déclaration et, dans le cas de certaines entités financières, le dépôt de marge de variation. Bien que le CMIC ne s'oppose pas à l'imposition d'obligations d'information pour les swaps intragroupe, nous ne voyons pas l'avantage d'obliger les parties à des swaps intragroupe à déposer une marge de variation à l'égard d'opérations non compensées. Comme il est indiqué ci-dessus dans la réponse à la présente question, les swaps sont utilisés conjointement avec d'autres moyens de gestion du risque centralisée d'un groupe et ne devraient pas être considérés isolément. L'obligation de déposer une marge de variation à l'égard de swaps intragroupe modifiera le rôle de ces swaps dans la stratégie de gestion du risque globale d'un groupe. De plus, et comme l'ont fait remarquer les commissaires de la CFTC, Jill Sommers et Scott O'Malia, dans leur dissidence conjointe, « [traduction] Cette obligation n'aura vraisemblablement aucun autre effet que de créer un fardeau administratif et un risque opérationnel, en plus d'immobiliser inutilement des capitaux qui pourraient par ailleurs servir à des investissements »²². Les commissaires Sommers et O'Malia font également remarquer qu'ils appuient une approche mondiale harmonisée et que, contrairement à une telle approche, l'obligation de déposer une marge de variation à l'égard de swaps intragroupe est nettement incompatible avec les exigences de l'EMIR. Le CMIC souscrit aux avis dissidents des commissaires Sommers et O'Malia et encourage les organismes de réglementation canadiens à en tenir compte dans le cadre de la formulation de la dispense canadienne de l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les swaps intragroupe.

6. Est-il approprié que les participants au marché canadien puissent s'exprimer sur les décisions opérationnelles des contreparties centrales exerçant des activités au Canada?

Les participants au marché canadien devraient pouvoir s'exprimer sur les décisions opérationnelles d'une contrepartie centrale exerçant des activités au Canada de la même manière que dans d'autres territoires. Toutefois, étant donné que les contreparties centrales seront régies par des normes internationales et un cadre réglementaire multinational proposé, nous nous attendons à ce que les participants au marché canadien obtiennent le droit de s'exprimer dans le cadre de ces normes internationales sans que les organismes de réglementation canadiens n'aient à imposer quelque obligation expresse. Voir le commentaire ci-dessus sous la rubrique « Résumé de la réponse – Gouvernance ».

7. Les propositions du Comité portant sur la gouvernance des contreparties centrales permettent-elles de remédier aux problèmes éventuels de conflits d'intérêts qui peuvent

¹⁹ *Final Rule – End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps*, 77 Fed. Reg. 42560, 42563 (19 juillet 2012).

²⁰ *Ibid.* à la page 42564.

²¹ *Proposed Rule – Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities*, 77 Fed. Reg. 50425 (21 août 2012). (la « dispense entre membres du même groupe proposée de la CFTC »).

²² Dissidence conjointe des commissaires Jill Sommers et Scott O'Malia, *Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities*, 16 août 2012, dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/omailstatement081612>.

survenir dans le cadre de l'exploitation de ces entités? Dans la négative, que préconisez-vous pour réduire les conflits d'intérêts?

Le CMIC est d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'imposer des exigences de gouvernance canadiennes particulières aux contreparties centrales, étant donné que les normes internationales régissent adéquatement la gouvernance des contreparties centrales. À la condition que ces normes soient rigoureusement appliquées, notamment les exigences de transparence des contreparties centrales et de représentation des divers intervenants à leurs conseils, le risque de conflit d'intérêts sera adéquatement géré. Voir le commentaire ci-dessus sous la rubrique « Résumé de la réponse – Gouvernance ».

8. Le Comité souhaite consulter le public sur la pertinence d'établir des règles permettant l'accès aux contreparties centrales, sans égard à la place de négociation. Cette question est-elle d'intérêt au Canada ou le deviendra-t-elle?

Le CMIC soutient que les participants au marché devraient pouvoir s'exprimer sur le mode d'exécution de leurs opérations respectives. Des restrictions quant aux places de négociation que peuvent utiliser des participants souhaitant recourir à des services de compensation par contrepartie centrale pourraient nuire à de nombreux égards aux participants canadiens, notamment dans les cas suivants : i) lorsqu'une contrepartie centrale interdit la compensation de dérivés de gré à gré négociés sur une place de négociation privilégiée par des participants canadiens, ii) lorsqu'une contrepartie centrale accepte des opérations d'une seule place de négociation en particulier et que cette place de négociation n'accepte pas des opérations de participants canadiens et iii) lorsqu'une contrepartie centrale offre un tarif préférentiel à une place de négociation en particulier et que cette place de négociation n'est pas la place de négociation privilégiée des participants canadiens. Dans la mesure où une place de négociation respecte les règles de sécurité et d'intégrité établies par la contrepartie centrale et n'expose pas en outre la contrepartie centrale à un risque excessif, la place de négociation ne devrait pas avoir quelque incidence sur la décision d'une contrepartie centrale de compenser ou non une opération.

9. Le Comité souhaite recueillir des commentaires sur le type d'information qu'une contrepartie centrale devrait fournir ou rendre publique.

Le CMIC recommande que l'information fournie par une contrepartie centrale devrait se limiter aux montants nominaux globaux négociés, aux exigences de marge et au nombre de participants. Si des organismes de réglementation exigent de l'information supplémentaire, cette information devrait être obtenue soit directement des référentiels centraux de données, soit aux termes des obligations d'information existantes, afin d'éviter les chevauchements. Le CMIC soutient en outre qu'il est essentiel que les organismes de réglementation canadiens désignent un seul point de contact canadien auquel l'ensemble de cette information sera acheminé afin d'éviter le fardeau opérationnel inutile de déclaration dans chacune des provinces et dans chacun des territoires dans lequel une contrepartie centrale exerce ses activités. Voir les observations ci-dessus à la rubrique « Résumé de la réponse – Compensation par contrepartie centrale obligatoire ».

Bien que le CMIC soutienne que seulement de l'information générale devrait être divulguée au public, le CMIC serait également en faveur de la publication par les contreparties centrales des exigences de marge générales (par type de produit ou type d'opération) afin de démontrer la sécurité et l'intégrité de la compensation par contrepartie centrale.

10. De manière générale, le Comité s'est efforcé de suivre les recommandations internationales pour formuler les recommandations propres au Canada dans le présent document. Certaines recommandations sont-elles inappropriées pour le marché canadien?

Le CMIC est en faveur de l'harmonisation des exigences de compensation par contrepartie centrale canadiennes avec les nouvelles recommandations internationales. Nous sommes d'avis que ces recommandations sont appropriées pour le marché canadien. L'imposition d'exigences supplémentaires ou contradictoires au Canada n'aurait d'autre effet que de bloquer l'accès des participants au marché canadien à l'infrastructure de compensation par contrepartie centrale internationale. Nous n'avons pu répertorier quelque

caractéristique unique canadienne du marché des dérivés de gré à gré au Canada qui justifierait des mesures exceptionnelles dans le régime canadien. Voir les commentaires ci-dessus sous la rubrique « Aperçu ».

11. Quels changements faudrait-il apporter au cadre réglementaire actuel en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale?

12. Selon vous, faut-il modifier le droit canadien pour rendre la compensation des dérivés de gré à gré plus efficiente, que la contrepartie centrale soit canadienne ou étrangère? Dans l'affirmative, quelles modifications faut-il apporter et pour quelles raisons?

NB : Le texte qui suit est une réponse globale aux questions 11 et 12.

Certaines modifications doivent effectivement être apportées au cadre réglementaire et législatif existant en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale et de rendre plus efficiente la compensation des dérivés de gré à gré.

Nous avons déjà fait part de certaines de ces modifications dans la lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité. Il existe quatre exigences législatives fondamentales dont on ne soulignera jamais assez l'importance, soit, en résumé :

- Les lois provinciales sur les sûretés mobilières doivent être modifiées pour tenir compte de l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés grevant des espèces. Cette modification permettra aux opérations canadiennes d'avoir le même régime d'opposabilité que les opérations américaines.
- La confidentialité de l'information relative aux opérations doit être traitée de sorte que les communications aux référentiels centraux et aux chambres de compensation n'entraînent pas de violations contractuelles.
- Des modifications doivent être apportées à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (Canada) (la « LCRP »), comme il est indiqué ci-après.
- La législation fédérale en matière d'insolvabilité doit subir des modifications comme il est indiqué ci-après.

Les modifications requises à la LCRP et aux lois fédérales en matière d'insolvabilité sont essentielles à une bonne gestion du risque systémique (particulièrement dans les périodes de tension du marché) afin de s'assurer qu'en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur, la compensation indirecte au Canada se déroule comme prévu de sorte qu'une contrepartie centrale soit en mesure de procéder diligemment à la cessation des relations de membres compensateurs, au transfert avec succès des positions des clients (c.-à-d. opérations et garanties connexes) et à la réalisation des garanties conformément à ses règles de compensation. Nous présentons ci-dessous une description de la nature de ces quatre modifications législatives requises.

a) Lois provinciales sur les sûretés mobilières

Comme il est indiqué dans la lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité, le CMIC estime que la modification des lois provinciales sur les sûretés mobilières visant à permettre l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés grevant des espèces est une condition préalable au bon fonctionnement d'un régime canadien de compensation des dérivés de gré à gré. Sinon, les ententes de compensation ne fonctionneront pas efficacement et le but qu'elles visent ne sera pas atteint. La réalisation de ces modifications fera en sorte que la législation canadienne sera harmonisée avec la législation américaine sur les opérations garanties à cet égard. Sur le plan commercial, nous comprenons que l'absence de ce genre d'opposabilité et de priorité à l'égard des espèces données en garantie a actuellement pour conséquence que certaines banques et autres institutions financières d'envergure mondiale imposent des prix plus élevés aux opérations mettant en cause des contreparties canadiennes afin de compenser ce risque canadien. Étant donné que le territoire

compétent est le siège social de la partie fournissant la garantie, idéalement, la législation de tous les territoires canadiens devrait être similairement modifiée.

Le CMIC appuie la législation rédigée par un sous-comité de l'Association du Barreau de l'Ontario visant à produire le résultat exigé en Ontario.

b) Confidentialité

Deuxièmement, la confidentialité de l'information relative aux opérations doit être prise en considération. Essentiellement, il doit y avoir une obligation juridique imposant la divulgation à une agence de compensation et à des référentiels centraux de l'information se rapportant à des opérations habituellement confidentielles (que ce soit au moyen de l'application de la loi ou d'un contrat). En l'absence d'une telle obligation juridique de faire cette divulgation, les participants au marché ne pourraient le faire sans violer les obligations de confidentialité. La restriction habituelle en matière de confidentialité en ce qui concerne une opération sur dérivés de gré à gré (dans ce cas également, que cette confidentialité découle de l'application de la loi ou des conditions du contrat intervenu entre les contreparties) comporte habituellement une exception en ce qui concerne la divulgation imposée par la loi applicable. Une des démarches visant à faire en sorte que soient visées les opérations confidentielles sur dérivés de gré à gré qui comportent des actes visant la réalisation d'une opération visée dans une province ou un territoire consiste à inclure une disposition de ce genre dans les modifications nécessaires à apporter à la LCRP de sorte que l'obligation juridique pertinente soit accessible dans toutes les provinces et tous les territoires du Canada.

c) Loi sur la compensation et le règlement des paiements

Troisièmement, la LCRP doit être modifiée.

En vertu de la LCRP, la Banque du Canada doit actuellement assumer la surveillance réglementaire des systèmes de paiement et autres systèmes de compensation et de règlement du Canada afin de contrôler le risque systémique présent dans l'économie canadienne. Si la Banque du Canada est d'avis qu'un système de compensation et de règlement peut entraîner un risque systémique pour l'économie canadienne, le gouverneur de la Banque du Canada peut désigner le système si, après consultation du ministre des Finances, le ministre est d'avis que la désignation est dans l'intérêt public. Des protections analogues s'appliquent à une « chambre spécialisée » désignée de manière indépendante par le ministre des Finances en vertu de la Partie II de la LCRP.

La désignation par le gouverneur de la Banque du Canada comporte deux conséquences principales pour le système. Premièrement, la désignation assujettit le système à la surveillance réglementaire de la Banque du Canada. Celle-ci sera essentielle pour gérer adéquatement le risque systémique au Canada qui est associé aux dérivés de gré à gré, surtout lorsque le principal organisme de réglementation de ce système n'est pas canadien. Deuxièmement, la désignation isole les règles de règlement du système des conséquences de l'insolvabilité d'un participant, ce qui accroît la certitude que les dispositions juridiques régissant les opérations du système produiront les effets prévus en période de tension ou d'instabilité financière, même si un participant à l'un de ces systèmes devient insolvable.

Il est donc essentiel que les articles de la LCRP relatifs à la désignation d'un tel système puissent s'appliquer i) aux systèmes de compensation centrale qui compensent des dérivés de gré à gré, ii) aux participants de ces systèmes et iii) aux clients des participants dont les dérivés de gré à gré sont compensés par ces participants.

Nous avons répertorié certaines modifications à apporter à la LCRP, en ce qui a trait à la compensation des dérivés de gré à gré, notamment :

- supprimer les restrictions relatives au règlement de comptes détenus à la Banque du Canada;
- supprimer les restrictions relatives au règlement de paiements en monnaie canadienne seulement;

- permettre la compensation et le règlement d'obligations en matière de livraison et le dépôt et les transferts de garantie;
- élargir la définition de « garantie financière » afin d'inclure les éléments d'actif généralement utilisés en garantie dans le cadre d'opérations sur dérivés de gré à gré, notamment des métaux précieux, des lettres de crédit et le produit tiré de ceux-ci;
- élargir les protections en vertu de l'article 13 de la LCRP afin d'inclure des accords de compensation entre un membre et ses clients, que ce membre ou ce client soit ou non une « institution financière » (au sens de la LCRP); et
- modifier l'article 13.1 de la LCRP afin de veiller à ce que i) les protections ayant pour effet de suspendre l'exercice de droits et recours s'appliquent à une garantie déposée par une contrepartie centrale nationale en faveur d'une contrepartie centrale étrangère et ii) les renvois aux « obligations d'un membre » soient modifiés afin d'inclure également les « obligations d'un client d'un membre » (afin d'introduire le modèle de mandat²³ d'une contrepartie centrale).

Outre ces modifications, des modifications à la LCRP pourraient aussi être nécessaires afin de garantir le caractère opposable du transfert des opérations, ainsi que, dans la mesure nécessaire, la reconnaissance du modèle de séparation applicable, et d'harmoniser le régime canadien avec les initiatives parallèles à l'échelle internationale en ce qui concerne les marchés mondiaux des dérivés de gré à gré.

Enfin, le pouvoir, prévu par la LCRP, de réutiliser une garantie donnée par un système de compensation, libre et quitte de quelque réclamation défavorable et sans égard à toute autre loi, sera essentiel pour permettre à chaque système de compensation désigné d'exercer convenablement ses fonctions prévues, notamment l'application de ses règles de règlement et l'application des principes de pleine transférabilité à offrir aux participants. Ainsi, des pouvoirs appropriés devraient être clairement conférés aux systèmes désignés de compensation et de règlement. Cela nécessitera que des modifications législatives soient apportées à la LCRP et aux lois canadiennes en matière d'insolvabilité (comme il est précisé ci-après). De plus, afin de veiller au bon fonctionnement des accords de compensation des clients, des modifications législatives peuvent être nécessaires (tant au palier fédéral que provincial) pour que la garantie donnée par les clients à un membre et réutilisée par ce membre compensateur dans un système de compensation à l'égard des opérations de ces clients soit protégée en cas d'insolvabilité de ce membre.²⁴

d) Législation fédérale en matière d'insolvabilité

Quatrièmement, les trois lois fédérales en matière d'insolvabilité (c.-à-d., la *Loi sur les liquidations et les restructurations*, la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* et la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*) doivent être modifiées. Afin d'assurer le bon fonctionnement de la compensation par contrepartie centrale, la législation doit permettre la libre transférabilité des opérations sur dérivés de gré à gré (y compris la garantie connexe) conclues par des clients d'un membre défaillant à un membre solvable. À cette fin, la législation applicable devrait exclure les dispositions de récupération prioritaire frauduleuses, les superpriorités de l'État et les fiducies réputées des opérations sur dérivés de gré à gré compensées par des contreparties centrales désignées en vertu de la LCRP. De plus, des modifications correspondantes et

²³ Le modèle de mandat consiste en une entente aux termes de laquelle un membre convient de conclure une opération sur dérivés avec une contrepartie centrale pour le compte d'un client. Dans le cadre de ce modèle, le membre est un mandataire du client et les obligations envers la contrepartie centrale sont celles du client et non pas directement celles du membre. De plus, le membre garantit également les obligations du client et est aussi responsable du recouvrement et du paiement de la marge. Ce modèle est différent du modèle de mandant ou de contrepartiste dans le cadre duquel un client conclut une opération bilatérale avec un membre qui conclut à son tour une opération compensée avec la contrepartie centrale aux mêmes conditions que celles de l'opération conclue avec son client.

²⁴ La plupart des lois provinciales sur les sûretés mobilières permettent la réutilisation de la garantie, mais si une partie garantie réutilise la garantie et fait faillite par la suite, le constituant de la garantie ne dispose plus que d'une créance non garantie à l'encontre de la partie garantie pour le remboursement de cette garantie. Des modifications devraient donc être nécessaires pour permettre au constituant de la garantie de traiter directement avec la contrepartie centrale en ce qui concerne les remboursements de garantie en cas d'insolvabilité de ce membre.

complémentaires doivent être apportées aux lois canadiennes sur l'insolvabilité afin de veiller à ce que les droits en matière de dissolution et de compensation s'appliquent comme il est prévu, peu importe si un membre d'une agence de compensation peut être visé par une procédure en matière d'insolvabilité. Dans la mesure où des membres d'agences de compensation peuvent être visés par des procédures étrangères en matière d'insolvabilité, il est possible que des modifications doivent aussi être apportées aux dispositions des lois canadiennes en matière d'insolvabilité qui régissent les modalités de reconnaissance des procédures étrangères en matière d'insolvabilité afin de veiller à ce que les mécanismes juridiques régissant les opérations des agences de compensation en tant que système désigné de compensation et de règlement produisent les effets prévus sans égard aux procédures étrangères en matière d'insolvabilité.

Portée des modifications

Les réponses ci-dessus aux questions 11 et 12 portent sur un système de compensation et de règlement faisant appel à des contreparties centrales offrant des services complets. Elles ne portent pas sur la possibilité d'une infrastructure canadienne nationale comportant un service « intermédiaire » canadien. Si les exigences canadiennes devaient comprendre à terme une forme d'infrastructure de compensation canadienne nationale qui n'est pas une contrepartie centrale nationale offrant des services complets, des modifications supplémentaires seraient alors nécessaires.

CONCLUSION

Le CMIC considère qu'un engagement continu auprès des ACVM est déterminant pour l'élaboration d'un cadre réglementaire qui respecte les engagements du G20 et atteint les objectifs prévus de politiques publiques. L'inclusion judicieuse par les organismes de réglementation dans l'élaboration du régime de compensation par contrepartie centrale des thèmes énoncés à la rubrique « Aperçu » de la présente lettre contribuera sensiblement à la réussite du cadre en résultant.

Le document de consultation est le cinquième d'une série de huit documents de consultation qui seront publiés. Dans la mesure où cela est nécessaire, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement à la compensation par contrepartie centrale après la publication des documents de consultation restants.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration d'un cadre réglementaire pour la compensation par contrepartie centrale et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les participants au marché qui seront assujettis au régime. Le CMIC se réjouit de la possibilité de discuter de la présente réponse avec des représentants des ACVM.

Les points de vue exprimés dans la présente lettre sont ceux des membres du CMIC indiqués ci-dessous :

Bank of America Merrill Lynch
Banque de Montréal
Caisse de dépôt et placement du Québec
L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada
Banque Canadienne Impériale de Commerce
Healthcare of Ontario Pension Plan
Banque HSBC Canada
Société Financière Manuvie
Banque Nationale du Canada
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Banque Royale du Canada
La Banque de Nouvelle-Écosse
La Banque Toronto-Dominion