

Commentaires du Mouvement
des caisses Desjardins
dans le cadre de la consultation sur
*la réglementation des produits dérivés
de gré à gré au Canada*

présentés au
Comité des Autorités canadiennes
en valeurs mobilières sur les dérivés

Janvier 2011

Introduction

Le Mouvement Desjardins (Desjardins), avec un actif global de l'ordre de 175 milliards de dollars, est le plus important groupe financier coopératif au Canada et le sixième en importance dans le monde. S'appuyant sur la force de son réseau de caisses au Québec et en Ontario, ainsi que sur l'apport de ses filiales dont plusieurs sont actives à l'échelle canadienne, il offre toute la gamme des produits et services financiers à ses 5,8 millions de membres et clients – particuliers et entreprises. Desjardins c'est aussi le regroupement d'expertises en gestion de patrimoine, en assurances de personnes et de dommages, en service aux entreprises de toutes tailles, en valeurs mobilières, en gestion d'actifs, en capital de risque ainsi que des modes d'accès virtuels sécuritaires, à la fine pointe de la technologie, dans un concept d'offre intégrée unique au Canada. L'un des plus importants employeurs au pays et lauréat 2010 du Programme des 10 cultures d'entreprise les plus admirées au Canada^{MC}, il mise sur la compétence de ses 42 200 employés et l'engagement de près de ses 6 000 dirigeants élus. En 2010, le Mouvement Desjardins a été consacré l'institution bancaire de l'année au Canada par la revue britannique *The Banker*.

Desjardins remercie le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés de lui donner l'occasion de répondre aux questions soulevées dans le « Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada » suite aux propositions de réglementation des dérivés de gré à gré.

Compensation

1. *Approuvez-vous l'option recommandée pour mettre en œuvre la compensation obligatoire? Quels facteurs les organismes de réglementation devraient-ils prendre en compte pour définir les dérivés de gré à gré qui sont compensables et susceptibles de compensation?*

R. Desjardins approuve l'option recommandée. L'utilisation accrue des contreparties centrales peut contribuer à réduire les risques systémiques grâce à une gestion du risque de contrepartie centralisée, transparente et uniforme, et peut contribuer également à diminuer les exigences de garanties.

Les organismes de réglementation devraient prendre en compte les facteurs suivants :

- Le volume du marché de l'instrument dérivé;
- Le nombre de participants du marché de l'instrument dérivé;
- La taille des participants du marché de l'instrument dérivé;
- La liquidité disponible des participants du marché de l'instrument dérivé;
- Les facteurs de l'instrument dérivé, c'est à dire la méthode d'évaluation du calcul de marge quotidien, les dates de paiement et l'échéance;
- La complexité de l'instrument dérivé.

De plus, les organismes de réglementation devraient tenir compte des règles comptables qui réservent des traitements avantageux pour les transactions taillées sur mesure dans un cadre de gestion des risques. La compensation obligatoire et la normalisation des dérivés de gré à gré ne devraient pas se traduire par une volatilité accrue dans les états financiers des utilisateurs.

2. ***Que pensez-vous des solutions proposées pour accéder à des contreparties centrales et utiliser les capitaux de la manière la plus efficiente ? Il faudrait tenir compte des modèles de risque, de la compensation des garanties, des critères d'adhésion, etc. Nous proposons notamment les solutions suivantes :***

- a) ***établissement et utilisation d'une contrepartie centrale canadienne à catégories d'actifs multiples;***
- b) ***accès à une contrepartie internationale à catégorie d'actifs uniques et/ou multiples, assortie d'exigences de garanties supplémentaires pour les opérations non compensées qui ne sont pas compensables par une chambre internationale;***
- c) ***établissement et utilisation de contreparties centrales canadiennes à catégories d'actifs uniques ou multiples en association avec des contreparties centrales internationales à catégories d'actifs uniques et multiples, interreliées quant aux garanties.***

R. Desjardins recommande l'établissement et l'utilisation de contreparties centrales canadiennes à catégories d'actifs uniques ou multiples en association avec des contreparties centrales internationales à catégories d'actifs uniques et multiples, interreliées quant aux garanties, pour les raisons suivantes :

- Une plus grande accessibilité pour l'ensemble des utilisateurs;
- Une gestion optimale des spécifications des catégories d'actifs;
- Une flexibilité au niveau de l'acceptation des catégories de garanties;
- Plus de contrôle au niveau de la confidentialité.

De plus, dans la mesure du possible, Desjardins souhaiterait un calcul de la juste valeur marchande des produits dérivés respectant notre fuseau horaire.

3. ***Chacun des marchés de dérivés canadiens (actions, taux d'intérêt, marchandises, taux de change, etc.) comporte-t-il des liquidités suffisantes pour soutenir l'établissement d'une contrepartie centrale canadienne? Quels marchés des dérivés risquent de présenter des difficultés pour le fonctionnement d'une contrepartie centrale canadienne?***

R. Selon les données publiées par le Bureau du Surintendant des institutions financières (BSIF) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI), l'encours du marché canadien des produits dérivés de gré à gré représente environ 2% du volume mondial. Selon le Comité consultatif sectoriel, les six principaux opérateurs du marché des produits dérivés de gré à gré au Canada réalisent entre 10% et 30% de leurs revenus totaux de négociation sur le marché canadien.

Desjardins est d'avis que les liquidités sont suffisantes en ce qui concerne les marchés de dérivés canadiens de taux d'intérêt (échéance jusqu'à 10 ans) et de change. Ces deux marchés représentent la majorité de l'encours notionnel des dérivés de gré à gré au pays. Pour ce qui est des marchés de dérivés de « swaps » et des options sur devises, sur contrats d'actions, sur contrats de marchandises, sur défaillance, ces derniers pourraient présenter des difficultés pour le fonctionnement d'une contrepartie centrale canadienne puisqu'ils sont de moindre importance.

Cependant, nous pourrions observer une diminution marquée de la liquidité de tous les marchés de dérivés canadiens si les organismes de réglementation ne coordonnent pas leurs efforts concernant les normes comptables en matière de désignation et de comptabilité de couverture, et obligent la divulgation en temps réel.

4. *Les participants au marché canadien sont-ils disposés et aptes à utiliser ou à établir une contrepartie centrale canadienne ou à participer à son établissement?*

R. Desjardins est d'avis que les participants au marché canadien sont aptes, car, en ce qui a trait au risque de contrepartie associé aux transactions entre une institution financière et une entité non financière, beaucoup de ces transactions ne sont pas garanties et les occasions de compensation bilatérale de l'exposition à ce risque pourraient être réduites. Par ailleurs, les courtiers tiennent habituellement des portefeuilles au sein desquels les éléments s'apparient (c'est à dire où les positions s'équilibrent), alors que l'utilisateur final s'expose le plus souvent à un risque unilatéral.

Desjardins est disposé à participer à l'établissement d'une contrepartie centrale canadienne, et ce, dépendamment des conditions d'admissibilité. Cette contrepartie centrale canadienne devrait être une entité juridique distincte et indépendante des participants au marché.

5. *Comment les utilisateurs qui ne sont pas des intermédiaires financiers devraient-ils compenser leurs opérations sur dérivés? Devraient-ils disposer d'un accès direct à une contrepartie centrale ou serait-il préférable d'opter pour un modèle de compensation indirecte dans lequel les intermédiaires financiers qui sont membres d'une contrepartie centrale agiraient comme mandataires des participants au marché des dérivés qui n'en sont pas membres?*

R. Desjardins croit qu'un modèle de compensation indirecte dans lequel les intermédiaires financiers qui sont membres d'une contrepartie centrale agiraient comme mandataires des participants au marché des dérivés qui n'en sont pas membres, tel que pour les produits dérivés négociés en bourse, serait plus approprié.

Référentiels centraux de données

1. *Approuvez-vous l'obligation de déclarer toutes les opérations sur dérivés de gré à gré? Sinon, devrait-il y avoir un seuil en deçà duquel la déclaration ne serait pas obligatoire?*

R. Desjardins est d'avis que toutes les opérations sur dérivés de gré à gré devraient être divulguées à un référentiel central de données. Toutes choses étant égales, l'ampleur du risque financier contingent ne diminue pas en fonction du mode de négociation qui a été utilisé pour mettre en place la transaction sur dérivés.

Même avec cette obligation de déclarer toutes les opérations sur dérivés, plusieurs risques contingents ne seraient pas colligés dans le référentiel central de données. Nous n'avons qu'à penser aux émissions de valeurs mobilières convertibles en d'autres valeurs mobilières (actions privilégiées bancaires) ou encore aux contrats cadres de l'« *International Swaps Dealers and Derivatives Association Inc.* » (ISDA) prévoyant une augmentation du collatéral advenant une décote de l'émetteur.

Dans un tel contexte d'informations incomplètes sur l'ampleur de tous les risques contingents supportés par les agents financiers, Desjardins croit opportun de diminuer au maximum le déficit d'information sur les risques contingents en obligeant les agents de marché à déclarer à un référentiel central de données toutes les opérations sur dérivés négociées de gré à gré sans restriction à la taille de ces transactions.

Il va sans dire que cette obligation de déclaration doit s'accompagner d'un environnement protégeant les informations confidentielles, environnement qui ne souffrira pas de conflits ou d'apparence de conflits d'intérêts.

2. Dans le cadre de la déclaration obligatoire des opérations sur dérivés, les courtiers devraient-ils être tenus de déclarer les opérations non compensées à un référentiel central de données mondial ou à un référentiel canadien?

R. L'organisation de l'information contenue dans un référentiel central de données ne peut être arrêtée sans tenir compte du contexte organisationnel des courtiers faisant des opérations sur les dérivés.

La plupart des maisons de courtage qui, dans plusieurs cas, représentent le crédit de leur société-mère ont une approche globale à la gestion du risque de leurs portefeuilles de dérivés. Des opérations peuvent prendre place au Canada afin de mitiger le risque engendré par des opérations conclues aux États-Unis, en Europe ou en Asie par des sociétés apparentées aux courtiers. Avec ceci en perspective, un référentiel canadien qui ne contiendrait pas les opérations des sociétés affiliées conclues dans d'autres juridictions risque de donner une image tronquée et potentiellement erronée des opérations conclues par les courtiers canadiens.

Pour ces motifs, Desjardins favorise le recours obligatoire à un référentiel mondial de données sur les opérations non compensées sur produits dérivés.

3. Quels obstacles empêchent actuellement la déclaration des données en temps réel à un référentiel central de données?

R. Le marché canadien des capitaux est caractérisé par un nombre plus restreint d'agents financiers que ce qui peut être observé dans les autres places financières. Il est plus facile, dans le marché canadien, d'associer une transaction avec les agents financiers qui y ont participé, même en présence d'information incomplète et parcellaire.

L'obligation faite aux agents financiers de déclarer en temps réel les opérations sur produits dérivés, même dans un encadrement visant la confidentialité des opérations, n'est pas de nature à favoriser un accroissement de la liquidité de nos marchés. En fait, on pourrait même assister à une diminution de l'utilisation des produits dérivés de gré à gré.

4. Quels renseignements devraient être rendus publics? Ces renseignements devraient-ils être diffusés en temps réel, le jour même ou en différé?

R. Desjardins suggère que les transactions soient répertoriées par devises en plus du pays d'origine des maisons de courtage et sociétés affiliées afin de permettre de bien cerner

l'activité de produits dérivés en dollar canadien ainsi que l'activité de produits en devises étrangères par les acteurs œuvrant au Canada.

Desjardins tient également à noter l'importance de documenter les rachats et novations de transactions de dérivés négociées de gré à gré autant que les nouvelles transactions, sinon il manquera une partie potentiellement significative des transactions effectuées au sein des référentiels centraux.

Desjardins croit qu'une déclaration en différé (24 à 48 heures) devrait être permise afin de renforcer la perception de neutralité de la collecte d'informations par le référentiel central de données et de ne pas entamer la liquidité des marchés canadiens des capitaux.

Desjardins ne croit pas que le contrôle préventif exercé par les autorités économiques sera indûment affecté par ce délai puisque l'histoire récente semble démontrer que les problèmes de solvabilité engendrés par les opérations sur dérivés ne sont pas le fait d'une unique transaction mal avisée, mais plutôt le résultat d'une accumulation de transactions corrélées entre elles.

5. Les référentiels centraux de données devraient-ils avoir l'autorisation de publier les données non-confidentielles contre rémunération?

R. Bien que l'idée de publication de données non-confidentielles contre rémunération semble intéressante pour la transparence du marché, Desjardins croit que le contexte particulier du marché canadien amènera des problèmes de confidentialité significatifs lors de la publication.

En effet, comme le nombre de mainteneurs de marchés est faible au Canada et que la majorité des activités de dérivés de gré à gré se concentre dans les mêmes firmes, une analyse des données générales de marché le moins détaillée peut permettre à un participant significatif du marché canadien (mainteneur de marché ou client) de déduire les positions spécifiques d'un autre participant (mainteneur de marché et/ou client important).

Desjardins croit donc que les publications de données non-confidentielles devraient être autorisées seulement à un niveau très agrégé, et avec des délais de 24 à 48 heures afin de préserver le plus possible la confidentialité des participants impliqués.

Négociation électronique

1. Si les organismes de réglementation décident d'imposer la négociation électronique, laquelle des formules exposées ci-dessus devraient-ils choisir (c'est-à-dire la négociation obligatoire des produits soumis à la compensation obligatoire, la négociation obligatoire là où il existe une plateforme de négociation, ou la possibilité pour les participants de choisir de négocier ou non sur une plateforme)?

R. Desjardins est d'avis que les opérations sur dérivés ne devraient pas, dans le contexte du marché des capitaux au Canada, être obligatoirement soumises à la négociation électronique lorsque ceci implique une divulgation en temps réel des intentions ou des résultats de transactions.

Le marché canadien des capitaux est caractérisé par un nombre plus restreint d'agents financiers que ce qui peut être observé dans les autres places financières. Il est plus facile,

dans le marché canadien, d'associer une transaction avec les agents financiers qui y ont participé, même en présence d'information incomplète et parcellaire.

L'obligation faite aux agents financiers de déclarer en temps réel, indirectement par l'intermédiaire d'une plateforme transactionnelle électronique, les opérations sur produits dérivés n'est pas de nature à favoriser un accroissement de la liquidité de nos marchés. En fait, on pourrait même assister à une sous utilisation des produits dérivés de gré à gré.

Desjardins pense que le choix devrait être laissé aux agents financiers de décider si une transaction doit prendre place sur une plateforme électronique ou non.

2. *Les organismes de réglementation devraient-ils imposer des obligations précises aux plateformes où se négocient des dérivés de gré à gré? Quels éléments particuliers ces obligations devraient-elles inclure (par exemple, devraient-elles être comparables à celles du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et du Règlement 23-101 sur les règles de négociation)?*

R. Desjardins est d'avis que le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et du Règlement 23-101 sur les règles de négociation pourraient être applicables aux plateformes de négociations des dérivés de gré à gré si ces obligations s'avéraient semblables. En effet, de par sa nature, la valeur mobilière est différente à certains égards d'un dérivé de gré à gré. En général, un produit dérivé de gré à gré n'exige pas ou très peu de règlement au comptant à l'initiation de la transaction comparativement à une valeur mobilière.

3. *Approuvez-vous les critères d'évaluation du degré de normalisation nécessaire pour rendre obligatoire la négociation de dérivés de gré à gré sur une plateforme de négociation organisée (nommément, la normalisation juridique, la normalisation du processus et la normalisation du produit)? Les ACVM devraient-ils tenir compte d'autres éléments?*

R. Desjardins est d'accord avec les deux premiers critères de normalisation (juridique et processus). Toutefois, nous nous posons des questions quant au type de normalisation de produits qui permettrait de capturer une proportion significative des transactions.

Les règles comptables actuelles vont à l'encontre de ce que les autorités réglementaires tentent d'installer. En effet, ces règles réservent des traitements comptables avantageux pour les transactions qui sont taillées sur mesure, dans un cadre de gestion de risque. Une trop grande normalisation des produits éloignera des plateformes électroniques les utilisateurs finaux qui requièrent un traitement de couverture de leurs opérations sur dérivés taillées sur mesure.

Il appert qu'une normalisation des produits, qui engloberait une portion significative des transactions sur dérivés, est subordonnée à un léger accroissement de la flexibilité des règles comptables en matière de comptabilité de couverture. Notons qu'au niveau de la normalisation, le Canada adoptera, dès le 1^{er} janvier 2011, les normes internationales (IFRS). Également, un document de consultation a récemment été publié (décembre 2010) relativement à la refonte des normes de la comptabilité de couverture. Il sera donc nécessaire d'arrimer les étapes du présent projet avec celui des normalisateurs comptables.

À l'heure actuelle, l'accès à la comptabilité de couverture pour des transactions de couverture requiert une corrélation importante entre les caractéristiques du dérivé et de l'élément couvert (essentiellement un actif ou un passif comptabilisé au bilan) impliqués dans la relation de couverture. Pour ne mentionner qu'un élément, l'échéance de ces éléments doit être relativement près, voire identique, afin de s'assurer que l'efficacité soit démontrée le plus longtemps possible durant cette relation de couverture et idéalement jusqu'à son échéance. En effet, si l'efficacité n'est pas démontrée suffisamment longtemps, cela pourrait avoir des impacts significatifs sur les résultats du Mouvement Desjardins et ainsi créer de la volatilité. De plus, durant la vie de la relation de couverture, si les éléments qui la composent ne se compensent pas adéquatement, il peut en résulter des impacts plus importants sur les résultats au niveau de l'inefficacité sur les couvertures.

Finalement, l'utilisation des informations issues de plateformes électroniques qui ne captureraient qu'une portion réduite des transactions sur dérivés pourrait s'avérer dangereuse en faisant reposer des décisions de gestion financière sur des informations non représentatives des activités de marché. Ceci ne servirait qu'à nier l'atteinte des objectifs poursuivis par la réforme de la réglementation des opérations sur dérivés.

4. La possibilité d'une compensation par contrepartie centrale est-elle un facteur préalable essentiel à la négociation des contrats dérivés sur une plateforme de négociation organisée?

R. Non. Un exemple de ceci est le « *London Metal Exchange* » (LME) qui est un marché à la crie « *principal-to-principal* ». À ce titre, le LME n'est pas responsable de l'organisation de la compensation entre les participants au marché même si le volume transactionnel est essentiellement concentré au niveau des produits dérivés. La compensation de ces transactions est effectuée par « *LCH.Clearnet* ». Toutefois, d'un point de vue réglementaire et sécuritaire, Desjardins croit qu'il est plus important d'avoir une chambre de compensation centrale qu'une plateforme électronique transactionnelle, compte tenu des caractéristiques de taille et de liquidité du marché canadien des produits dérivés (voir la réponse à la première question).

Fonds propres et garanties

1. Quelles seraient les conséquences d'un relèvement des exigences de fonds propres pour les institutions financières en ce qui a trait aux opérations sur dérivés non compensées par une contrepartie centrale?

R. Le relèvement des exigences de fonds propres pour les institutions financières pour ces opérations encouragerait fortement la compensation des opérations par une contrepartie centrale et renforcerait inévitablement la viabilité des institutions financières. Cependant, il est important que le relèvement de ces exigences ne se traduise pas par l'imposition de frais supplémentaires aux utilisateurs finaux.

Il est impératif que le relèvement de ces exigences ne limite pas l'accès aux dérivés et n'augmente pas les coûts dans le cadre d'opérations de couverture. En ce sens, les normes comptables en matière de désignation et de comptabilité de couverture devraient être adaptées afin de favoriser les opérations sur dérivés compensées par une contrepartie centrale.

De plus, le relèvement des exigences de fonds propres ne devrait être que le reflet du surcroît de risque attribuable aux ententes bilatérales. Ainsi, les ententes entre différentes entités juridiques d'une même institution, détenues à 100% par cette institution, ne devraient pas être soumises aux mêmes exigences puisqu'elles ne représentent pas un risque de contrepartie important. Par exemple, de par sa structure coopérative, plusieurs opérations sur dérivés de gré à gré sont conclues entre différentes entités juridiques de Desjardins. Ces opérations ne représentent pas un risque de contrepartie important et ne devraient donc pas être soumises aux mêmes exigences de fonds propres.

Finalement, il faudrait envisager une standardisation des méthodes d'évaluation, même pour les opérations sur dérivés non compensées.

2. *Quelles seraient les conséquences de l'imposition d'exigences de garanties obligatoires aux entités non financières en ce qui concerne les opérations non compensées?*

R. L'imposition d'exigences de garanties obligatoires aux entités non financières pour ces opérations encouragerait également la compensation des opérations par une contrepartie centrale et le recours à des dérivés normalisés, ce qui est souhaitable.

Dans le cas de l'utilisation d'opérations non compensées à des fins de couverture reliées à des activités commerciales, il est probable que le relèvement des exigences soit préjudiciable pour certaines entités non financières. Cependant, l'introduction d'exclusions pour certains participants entraînerait des problèmes difficiles à résoudre en matière de définition des activités de couverture et de mesure de l'incidence d'un participant sur le risque systémique du marché.

Ainsi, il serait plus équitable et moins hasardeux de ne pas limiter le champ d'application des exigences. Cette approche limiterait également le recours à certains stratagèmes afin d'éviter de se conformer aux exigences.

3. *Les normes de fonds propres différentes actuellement imposées par les organismes de réglementation canadiens donnent-elles des chances égales aux participants au marché des dérivés de gré à gré?*

R. Les normes de fonds propres devraient être équitables pour tous les participants au marché des dérivés de gré à gré faisant des opérations entre parties non détenues à 100% par un même groupe. Il serait donc important que les différents organismes de réglementation canadiens adoptent tous des normes de fonds propres comparables de façon à ce que tous les participants soient soumis à des règles équivalentes par souci d'équité et pour limiter les possibilités d'arbitrage réglementaire.

Utilisateurs finaux et participants au marché importants

1. *Que pensez-vous de l'idée de dispenser les utilisateurs finaux de dérivés de gré à gré utilisés à des fins de couverture des obligations de compensation, de négociation électronique, de marge ou de garantie? Si ces opérations étaient dispensées, quels en seraient les effets pour les institutions financières qui en sont les autres parties?*

- R. Certains des utilisateurs finaux peuvent avoir une importance systémique (sociétés d'assurance de personnes et de dommages, gouvernements locaux, filiales financières de grandes sociétés manufacturières, etc.). Ne pas tenir compte des transactions effectuées par ces participants du marché des produits dérivés amputerait une part importante du marché qui doit faire l'objet de contrôle et de supervision et permettrait avec le temps de créer des échappatoires pour certains participants désireux de se soustraire à cette réglementation.

De plus, prévoir une exclusion pour les opérations de couverture soulève la question de la définition d'une opération de couverture. Compte tenu de l'environnement d'affaires de plusieurs utilisateurs finaux, la définition réglementaire d'une opération de couverture devrait être similaire à celle utilisée pour le traitement comptable de ces opérations. Or, au cours des quinze dernières années, les exigences comptables en matière de qualification d'opérations de couverture ont été modifiées à quelques reprises. Des modifications éventuelles de cette définition pourraient engendrer des modifications parfois importantes des besoins de marge et de compensation des entreprises. En ne favorisant pas d'exclusion, on crée un environnement d'affaires plus prévisible.

Au fil des ans, plusieurs ententes ISDA ont été mises en place ou amendées afin de prévoir des obligations de la part des contreparties de fournir des garanties ou du collatéral de façon périodique en fonction de la valeur économique des transactions mises en place, quelque soit le motif initial de la transaction. Une obligation de compensation ne représenterait pas un fardeau financier additionnel très important pour la plupart des utilisateurs finaux dans ce contexte. De plus, l'obligation de compensation permettrait de standardiser les pratiques en la matière et d'assurer qu'un suivi rigoureux des positions est effectué.

En ce qui a trait aux obligations de marge et de garantie pour les transactions de couverture, ceci représentera évidemment pour les utilisateurs finaux une addition au besoin de fonds de roulement. Toutefois, ce désavantage doit être analysé à la lumière des avantages tirés d'un environnement financier rendu un peu plus sécuritaire par la présence de transactions adossées à des marges de maintien. Néanmoins, dans le cadre d'une analyse, une obligation de marge ou de garantie représentera un coût additionnel pour les utilisateurs finaux.

Pour ce qui est de l'obligation de transiger par l'intermédiaire d'une plateforme électronique, cette discussion doit être placée dans le contexte du marché canadien des produits sur dérivés. Le marché canadien des capitaux est caractérisé par un nombre plus restreint d'agents financiers que ce qui peut être observé dans les autres places financières. Il est plus facile, dans le marché canadien, d'associer une transaction avec les agents financiers qui y ont participé, même en présence d'information incomplète et parcellaire. L'obligation de transiger sur une plateforme électronique pour les utilisateurs finaux de produits dérivés, que ce soit pour des transactions de couverture ou non, pourrait avoir des effets défavorables sur la liquidité des marchés canadiens sur produits dérivés.

Pour tous ces motifs, Desjardins ne croit pas opportun de dispenser les utilisateurs finaux de dérivés de gré à gré utilisés à des fins de couverture des obligations de compensation, de marge ou de garantie dans la mesure où les transactions sur produits dérivés sont acceptables pour compensation par la chambre centrale de compensation. De plus, Desjardins est d'avis que le marché canadien des produits sur dérivés ne bénéficierait probablement pas de l'établissement d'une obligation pour les utilisateurs finaux (ou pour

quelque autre agent financier) de transiger par l'intermédiaire d'une plateforme électronique, que ce soit pour des objectifs de couverture ou autres.

2. *Devrait-on prévoir d'autres dispenses des obligations de compensation, de marge ou de garantie pour d'autres catégories d'utilisateurs finaux?*

R. Nous vous référons à la réponse de la question précédente.

Séparation des biens affectés en garantie

1. *Que pensez-vous de l'introduction d'une obligation réglementaire de détenir tous les biens affectés en garantie dans des comptes séparés?*

R. Suite à la récente crise financière, certaines contreparties ont l'intention d'exiger que les actifs donnés en garantie soient gardés dans des comptes séparés. Toutefois, les accords cadres ISDA en général n'ont pas de clauses spécifiques à cet effet. Desjardins est donc en accord avec l'obligation de séparation des biens en garantie afin de protéger les utilisateurs. Toutefois, il serait important d'avoir un seuil minimum de la juste valeur marchande avec l'obligation de la séparation des biens en garanties.

2. *Les utilisateurs finaux devraient-ils avoir la faculté d'exiger le maintien de leurs garanties et marges dans des comptes séparés?*

R. Afin d'assurer une équité parmi les participants, Desjardins est d'avis que tous les utilisateurs devraient avoir le droit d'exiger le maintien de leurs garanties et marges dans des comptes séparés et ce, conditionnel au dépassement du seuil minimum mentionné à la réponse précédente.