



Le 26 mars 2014

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Manitoba Securities Commission
New Brunswick Securities Commission
Nova Scotia Securities Commission
Ontario Securities Commission

John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario
M5H 3S8
e-mail: comments@osc.gov.on.ca

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

Objet : Avis 91-303 du personnel des ACVM, *Projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale et;*

Avis 91-304 du personnel des ACVM, *Modèle de règlement provincial – Produits dérivés : compensation et protection des sûretés et des positions des clients.*

La Caisse de dépôt et placement du Québec (ci-après la « Caisse »), vous remercie de lui donner l'opportunité de commenter ***l'Avis 91-303 du personnel des ACVM, Projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale et l'Avis 91-304 du personnel des ACVM, Modèle de règlement provincial – Produits dérivés : compensation et protection des sûretés et des positions des clients*** (collectivement les « Règlements proposés »).

À propos de la Caisse

La Caisse gère des fonds provenant de ses déposants, principalement des régimes de retraite et d'assurance publics et privés. Elle est l'un des plus importants gestionnaires de fonds institutionnels au Canada et à travers le monde. Au 31 décembre 2013, l'actif net des déposants s'élevait à 200,1 G\$.

Le recours à des produits dérivés, qu'il s'agisse de contrats à terme standardisés ou d'autres dérivés de gré à gré, constitue un élément essentiel de nos stratégies de gestion des risques. Ces produits sont utilisés pour gérer tant le risque de taux d'intérêt ou de marché que l'exposition aux devises.

Commentaires sur l'Avis 91-303 du personnel des ACVM, Projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale

Nous comprenons que les produits dérivés compensables, qui seront définis par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « **ACVM** »), seront compensés par l'intermédiaire d'agences de compensation ou chambres de compensation étrangères (les « **Chambres de compensation** ») comme LCH.Clearnet Ltd ou CME Group.

La Caisse, comme tout autre client canadien, n'est pas membre d'une Chambre de compensation et il n'y a, à notre connaissance, aucun courtier compensateur canadien qui serait en mesure de compenser nos transactions. Ainsi chaque client canadien, comme nous, devra, pour se conformer aux Règlements proposés, entrer en relation avec un courtier compensateur étranger pour compenser ses transactions.

Ces courtiers compensateurs étrangers sont, de par leur nombre restreint, dans une position dominante leur permettant d'imposer à leurs clients de se conformer à leurs procédures et opérations existantes. Or ces procédures et opérations ont été développées sur la base des exigences de la réglementation américaine et européenne sur les dérivés. En ce sens, nous sommes préoccupés que toute divergence importante dans la réglementation canadienne avec les règles américaines et européennes, comme par exemple une différence dans l'univers des produits dérivés compensables, ait pour effet de désavantager les clients canadiens allant même jusqu'à entraver la conclusion d'ententes de compensation avec un courtier compensateur.

Comme d'autres grands participants au marché des dérivés, nous avons commencé la compensation de certaines de nos opérations sur produits dérivés conformément à la réglementation américaine et, dans le cadre de ce processus, nous avons négocié des ententes de compensation avec des courtiers compensateurs, en majorité des courtiers compensateurs américains. Nous avons déployé des efforts considérables sur le plan opérationnel pour développer nos systèmes afin qu'ils soient conformes aux exigences des règles américaines sur la compensation.

Pour ces raisons, il est essentiel pour des entités du côté acheteur, comme nous, que toute règle canadienne mettant en œuvre les engagements du G20, y compris les Règlements proposés, soit conforme aux normes internationales.

Définition de “opération intragroupe”

Le paragraphe 8 (1) (a) de l'Avis 91-303 exige que les états financiers de deux entités membres du même groupe soient consolidés afin que ces entités puissent se prévaloir de la dispense pour opération intragroupe

Cette exigence diffère de la notion « d'entité membre du même groupe » communément utilisée dans les lois canadiennes sur les valeurs mobilières et pourrait empêcher une institution de recourir à cette dispense.

En effet, en vertu des nouvelles normes internationales d'information financière qui s'appliquent à la Caisse, même si une filiale d'exploitation est incluse dans le périmètre de consolidation, elle ne peut être consolidée si la société mère est une entité d'investissement conformément à l'exception de consolidation prévue à IFRS 10- États financiers consolidés pour ce type d'entités. Le recours à la définition d'entité « membre du même groupe » que l'on retrouve dans les lois sur les valeurs mobilières permettrait d'éviter l'enjeu mentionné ci-dessus.

Commentaires sur l'Avis 91-304 du personnel des ACVM, Modèle de règlement provincial – Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients.

Sûreté éligibles

Le type de sûreté éligible qui sera accepté par les Chambres de compensation et les courtiers compensateurs est pour nous l'un des éléments les plus critiques des opérations de compensation pour les clients canadiens.

Nous comprenons des pratiques actuelles de compensation du marché américain des dérivés hors cote que le courtier compensateur consent généralement à recevoir des sûretés qui sont considérées par les Chambres de compensation comme des sûretés éligibles, mais qu'il peut arriver, pour des raisons d'exposition au risque de crédit et de change, qu'il impose des limites sur ces sûretés sur une base de client ou sur une base agrégée pour l'ensemble de ses clients. L'on retrouve également ces limites au niveau de la Chambre de compensation.

Il est essentiel que des entités comme nous soient en mesure de s'acquitter de leurs obligations de fournir des sûretés en recourant à des sûretés éligibles canadiennes.

Bien que nous comprenions que certaines règles puissent exiger que la marge de variation soit acquittée en espèces, nous estimons que chaque client canadien devrait être en mesure de se conformer à ses obligations de marge initiale en fournissant des sûretés canadiennes.

Dans le marché actuel des dérivés de gré à gré, nous répondons aux appels de marge essentiellement en fournissant de telles sûretés (y compris les obligations canadiennes et provinciales). Si l'on devait restreindre notre capacité de recourir à de telles sûretés, soit parce qu'elles ne seraient pas considérées comme éligibles ou par l'imposition de limites de concentration, nous devons trouver des solutions alternatives de

financement. L'utilisation des services de transformation, par exemple, entraînerait des coûts additionnels dans un régime de compensation déjà onéreux.

En ce sens, nous suggérons que les ACVM analysent les impacts qui pourraient résulter de ces restrictions sur la valeur et la liquidité des instruments canadiens les plus utilisés à titre de sûretés canadiennes comme les obligations du gouvernement fédéral et ceux des gouvernements provinciaux

Enfin, si la marge est calculée sur la base du dollar US et que seules sont acceptables des sûretés libellées en dollars américains, un risque de change pour le dollar américain serait introduit dans chaque transaction canadienne de gré à gré, et ce même si le produit dérivé compensable est un produit canadien, exécuté entre deux contreparties canadiennes. Pour cette raison, les chambres de compensation offrant la compensation d'un produit dérivé compensable devraient calculer la marge sur une base de dollars canadiens pour éviter ce risque de change.

Nous soutenons les engagements du G20, y compris les Règlements proposés, dans la mesure où le tout est rédigé et opère d'une façon telle que le risque systémique est réduit. Nous ne pouvons soutenir une démarche qui créerait un nouveau risque, tel que le risque de change, lorsque nous concluons des opérations sur produit dérivé dans notre propre marché.

Pour ces motifs, nous suggérons que les sûretés éligibles soient considérées comme un élément clé de toute ordonnance de reconnaissance rendue par la commission des valeurs mobilières compétente (ou une exemption de cette reconnaissance). Nous sommes d'avis que les ACVM et les autres organismes de réglementation canadiens sont dans une position de force leur permettant d'avoir un dialogue constructif avec les chambres de compensation en ce qui concerne les sûretés éligibles et ainsi assurer l'efficacité du marché canadien de la compensation .



Sophie Lussier

Directrice principale, Affaires juridiques, Marchés financiers et produits dérivés
Caisse de dépôt et placement du Québec