



John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1900, B.P. 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
Courriel : comments@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 19 mars 2014

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

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 projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale daté du 19 décembre 2013 (le « règlement ») du Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés de gré à gré (le « comité »)¹.

Le CMIC a été créé en 2010, en réponse à une demande des pouvoirs publics, 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, la succursale canadienne de Deutsche Bank A.G., Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque HSBC Canada, la succursale de Toronto de JPMorgan Chase Bank, N.A., Société Financière Manuvie, la Banque Nationale du Canada, OMERS Administration Corporation, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse, la Fédération des Caisses Desjardins du Québec 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, y compris les banques nationales et étrangères actives au Canada. À l'instar de tous

¹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis 91-303 du personnel des ACVM, Projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale* (2013). Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/mars-2014/2013dec19 - 91-303-cons-publ-fr.pdf>.

ses mémoires, la présente lettre se veut l'opinion générale de tous les membres du CMIC quant au cadre approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. Toutefois, chaque membre (ou groupe de membres) du CMIC peut soumettre d'autres observations et préoccupations concernant le présent règlement dans des mémoires distincts.

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. La surveillance du risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré représente une composante essentielle de la croissance et de la stabilité financières à long terme des marchés financiers canadiens et de leurs participants.

Le CMIC salue l'approche consultative que les ACVM ont retenue pour examiner le projet de réglementation sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale. Le CMIC estime que cette approche posera les fondations pour l'élaboration d'une structure réglementaire canadienne² qui honorera les engagements que le Canada a pris dans le cadre du G20, compte dûment tenu des inquiétudes relatives au risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré.

APERÇU

Comme nous l'avons mentionné dans nos mémoires sur les précédents documents de consultation des ACVM³, le CMIC reconnaît l'importance de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale (« CPC » ou « chambre de compensation ») dans l'initiative globale de réduction du risque systémique. Bon nombre de membres du CMIC adhèrent à des systèmes de compensation par contrepartie centrale et, en prévision d'une éventuelle réglementation, sont de plus en plus nombreux à adapter leurs activités de compensation selon les engagements du G20 en la matière. 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 serait pas harmonisé aux normes mondiales constituerait un énorme désavantage sur le plan concurrentiel pour les participants canadiens. Nous continuons en outre d'insister sur l'importance d'une coordination et d'une collaboration entre les organismes de réglementation fédéraux, provinciaux et territoriaux de manière à ce que chaque palier de gouvernement puisse exercer de manière efficace et harmonisée ses compétences respectives en matière de dérivés de gré à gré.

² Les renvois à la « réglementation » ou aux « organismes de réglementation » dans le présent document seront réputés inclure les organismes de réglementation prudentiels, du marché et du risque systémique.

³ 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 dispenses pour les utilisateurs finaux.

Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 21 septembre 2012 au document de consultation sur la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/91-406/91-406-cmic-fr.pdf>.

Réponse du CMIC datée du 4 février 2013 aux modèles de règles (les « modèles de règles initiaux ») sur la détermination des produits dérivés (le « modèle de règle sur le champ d'application initial ») et au modèle de règle sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés (le « modèle de règle sur les répertoires des opérations initial »). Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/91-301/CMIC_91-301_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 17 juin 2013 au document de consultation sur l'inscription des participants au marché des dérivés.

Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/juin2013/comite-infrastructure-du-marche-canadien-91-407-fran.pdf>.

MODÈLE DE RÈGLEMENT – DISCUSSION

Modifications législatives

Dans notre lettre de réponse datée du 21 septembre 2012 au document de consultation 91-406⁴ des ACVM (la « lettre du CMIC sur la compensation par CPC »), le CMIC faisait valoir la nécessité d'apporter des modifications au cadre législatif et réglementaire existant pour le passage à la compensation par contrepartie centrale et la compensation efficace des dérivés de gré à gré. Dans cette lettre de réponse, nous avons ainsi résumé les exigences législatives fondamentales :

- 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; et
- Des modifications doivent être apportées à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (Canada) (la « LCRP ») et aux autres lois fédérales en matière d'insolvabilité afin d'assurer la bonne gestion du risque systémique et de veiller à ce que, en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur, la compensation indirecte au Canada se déroule comme prévu et qu'une CPC soit ainsi en mesure de procéder diligemment à la cessation des relations de membres compensateurs, au transfert réussi des positions des clients et à la réalisation des sûretés conformément à ses règles de compensation.

Depuis que nous avons soumis la lettre du CMIC sur la compensation par CPC, la question de la confidentialité de l'information sur les opérations a été prise en compte dans les nouvelles règles sur la déclaration des opérations⁵ et certaines modifications⁶ ont été apportées à la LCRP pour faciliter la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré normalisés. Aucune modification n'a toutefois été apportée aux lois provinciales sur les sûretés mobilières quant à l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés grevant des espèces. Sans ces modifications, les mécanismes de compensation par contrepartie centrale seront plus ou moins efficaces et n'atteindront pas le but recherché. D'un point de vue commercial, nous croyons savoir que faute d'opposabilité et de priorité des sûretés grevant des espèces, certaines banques et autres institutions financières mondiales imposent en compensation de ce risque canadien des tarifs plus élevés sur les opérations avec des contreparties canadiennes.

Nous avons aussi indiqué dans notre lettre du CMIC sur la compensation par CPC qu'il serait peut-être nécessaire d'apporter à la législation fédérale et provinciale des modifications pour veiller à ce que la sûreté que donnent des clients à un membre compensateur et que le membre compensateur réutilise en faveur d'une chambre de compensation à l'égard des opérations de ces clients, soit protégée en cas d'insolvabilité du membre compensateur.⁷ De telles modifications législatives n'ont pas été effectuées.

En ce qui a trait aux trois lois fédérales du Canada en matière d'insolvabilité (c.-à-d. la *Loi sur les liquidations et les restructurations*, la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (la « LFI ») et la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*), nous avons indiqué dans notre lettre du CMIC sur la compensation par CPC qu'il faudrait y apporter des modifications visant à exclure l'application des dispositions de récupération prioritaire frauduleuses, les privilèges super-prioritaires, notamment de l'État, et les fiducies réputées, aux

⁴ Idem.

⁵ Règle 91-507 : référentiels centraux et déclaration des données sur les dérivés de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la Commission en valeurs mobilières du Manitoba (« Règle 91-507 »), et règlement 91-507 de l'Autorité des marchés financiers.

⁶ Projet de loi C-45, *Loi de 2012 sur l'emploi et la croissance* (L.C. 2012, Ch. 31), art. 166 à 172.

⁷ La plupart des lois provinciales sur les sûretés mobilières permettent la réutilisation de la sûreté, mais si une partie garantie réutilise la sûreté et fait faillite par la suite, le constituant de la sûreté ne dispose plus que d'une créance non garantie à l'encontre de la partie garantie pour le remboursement de cette sûreté. Des modifications devraient donc être nécessaires pour permettre au constituant de la sûreté de traiter directement avec la contrepartie centrale en ce qui concerne un remboursement de sûreté en cas d'insolvabilité de ce membre compensateur.

opérations sur dérivés de gré à gré compensées par des CPC. Il faudrait aussi apporter à ces lois sur l'insolvabilité des modifications correspondantes et complémentaires afin de veiller à ce que les droits de dissolution, de résiliation et de compensation à l'égard de ces opérations sur dérivés de gré à gré compensées par des CPC s'appliquent comme prévu, qu'un membre d'une chambre de compensation fasse ou non l'objet de procédures en insolvabilité. Dans la mesure où des membres d'agences de compensation peuvent faire l'objet de procédures en insolvabilité d'un territoire étranger, il pourrait aussi être nécessaire d'apporter des modifications aux dispositions des lois sur l'insolvabilité canadiennes qui régissent les modalités de reconnaissance des procédures en insolvabilité d'un territoire étranger, 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 en insolvabilité d'un territoire étranger.

Depuis que nous avons présenté notre lettre du CMIC sur la compensation par CPC, aucune des modifications décrites ci-dessus n'a été apportée à la législation sur l'insolvabilité fédérale. Fait à souligner, le groupe de travail sur les dérivés de l'institut d'insolvabilité du Canada (le « groupe de travail de l'IIC ») a publié un document⁸ dans lequel il formule certaines recommandations pertinentes pour la compensation des dérivés de gré à gré par CPC. Le CMIC accueille favorablement⁹ les recommandations suivantes du groupe de travail de l'IIC quant à la compensation par contrepartie centrale :

- Les définitions de « chambre de compensation », de « membre » et de « dépôt de couverture » du paragraphe 95(3) de la LFI [*Loi sur la faillite et l'insolvabilité*] doivent avoir un sens plus large et viser des chambres de compensation de dérivés qui compensent des opérations sur dérivés.
- La sûreté financière doit avoir priorité de rang sur les privilèges super-prioritaires quant à certains montants de salaires et de rentes aux termes de la LFI et les fiducies présumées en faveur de l'État aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, du *Régime de pensions du Canada* et de la *Loi sur l'assurance-emploi* et des dispositions essentiellement analogues de la législation provinciale.
- Les dispositions de la LFI en matière de mise sous séquestre devraient faire l'objet de modifications visant à protéger les contrats financiers admissibles afin de veiller à ce qu'un tribunal n'ait pas le pouvoir d'empêcher une contrepartie solvable de résilier un CFA, de calculer les valeurs nettes dues à la date de résiliation et de compenser une sûreté financière et d'en disposer.
- L'article 88 de la LFI devrait être modifié et s'appliquer aux mises sous séquestre. La LFI devrait prévoir une protection de la sûreté financière afin de veiller à ce que la sûreté financière déposée avec un CFA ou donnée en garantie d'un CFA ne prenne pas un rang inférieur à des charges consenties dans le cadre d'une ordonnance de mise sous séquestre, y compris les dispositions aux termes desquelles un séquestre obtient une superpriorité à l'égard de ses emprunts, de ses propres honoraires et des honoraires d'autres professionnels.

Définition de « produit dérivé compensable »

Comme nous l'avons mentionné plus haut et dans nos mémoires antérieurs, la réglementation canadienne mettant en œuvre les engagements du G20 doit impérativement être conforme aux normes mondiales. Nous remarquons que le règlement est actuellement muet quant aux types d'opérations qui feront partie de la liste des « produits dérivés compensables » en annexe A. Le CMIC est d'avis que cette liste devrait correspondre à la liste actuelle des produits dérivés obligatoirement compensables des États-Unis et de l'Europe.

Définition d'« entité financière »

L'alinéa d) de la définition d'« entité financière » vise une entité créée par une loi du Parlement du Canada ou de la législature d'une province, qui est mandataire du gouvernement du Canada ou d'une province et dont l'objet est de fournir des services de gestion. D'après les indications interprétatives, l'alinéa d) vise les fonds institutionnels canadiens créés par une loi fédérale ou provinciale qui ne seraient pas nécessairement visés à

⁸ Institut d'insolvabilité du Canada, *Report of the Task Force on Derivatives*, 26 septembre 2013. Disponible à l'adresse suivante : http://www.insolvency.ca/en/iicresources/resources/IIC_Derivatives_Task_Force_Report_November_2013.pdf.

⁹ Le CMIC souligne que le groupe de travail de l'IIC a aussi formulé d'autres recommandations auxquelles le CMIC ne souscrit pas.

l'alinéa c) sur les caisses de retraite. Nous faisons remarquer qu'au sens de la définition, l'entité créée par une loi fédérale ou provinciale est un « mandataire du gouvernement du Canada ou d'une province », ce qui signifie que la contrepartie à l'opération sur dérivés est en fait le gouvernement du Canada ou d'une province. Cependant, aux termes de l'article 11 du règlement, l'obligation de compensation prévue à l'article 4 ne s'applique pas à une opération si l'une des contreparties est le gouvernement du Canada ou le gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada. Le CMIC estime donc que l'alinéa d) de la définition d'« entité financière » doit être clarifié compte tenu de la non-application prévue à l'article 11.

Couverture du risque commercial

L'article 3 du règlement énonce ce que l'on entend par un produit dérivé détenu à des fins de couverture ou d'atténuation du risque commercial, notamment les conditions à remplir, dont celle voulant que le produit dérivé établisse une position qui a pour objet de réduire les risques liés à l'activité commerciale ou aux activités de financement de trésorerie de la contrepartie ou d'un membre du même groupe et remplisse l'une des conditions énoncées aux alinéas i) et ii). Aux termes de l'alinéa ii), le produit dérivé doit couvrir les risques liés à l'incidence indirecte de la variation des « taux d'intérêt, du taux d'inflation, des taux de change ou du risque de crédit » sur la valeur des actifs, des services, des facteurs de production, des produits, des marchandises ou des passifs visés à l'alinéa i). La liste des facteurs de risque au début de l'alinéa ii) ne semble pas couvrir tous les risques pouvant avoir une incidence sur la valeur de ces actifs, services, facteurs de production, produits, marchandises ou passifs. Par exemple, il n'est fait aucune mention des variations des cours des marchandises et des actions qui pourraient par ailleurs ne pas être visées par les autres facteurs énumérés à l'alinéa ii). Le CMIC est en outre d'avis qu'il faudrait adopter une position plus flexible quant à l'établissement des types de risques qu'un produit dérivé peut couvrir. C'est pourquoi, le CMIC recommande de revoir le libellé de l'alinéa 3(a)ii) du règlement comme suit : « ...de la variation des taux d'intérêt, du taux d'inflation, des taux de change, du risque de crédit, des prix des marchandises et du cours des actions, d'autres taux, risques, niveaux, prix et cours analogues ».

Observations sur la rédaction : Dans l'avant-dernière phrase du deuxième paragraphe de l'article 3 des indications interprétatives, il est indiqué qu'il revient au « comité » d'examiner les faits et les circonstances entourant l'exécution d'une opération; cet examen devrait plutôt revenir à l'organisme de réglementation en valeurs mobilières compétent.

Dispense pour les utilisateurs finaux – Petites entités financières

Le règlement prévoit au paragraphe 7(1) une dispense de l'obligation de compensation pour les entités non financières dans certaines circonstances. Cette dispense n'est pas offerte aux entités financières quel que soit leur taille ou leur rôle fonctionnel sur le marché des produits dérivés. Le comité cherche à savoir s'il convient de ne pas offrir cette dispense aux petites entités financières, comme proposé. Comme il est indiqué dans l'avis du personnel afférent au règlement, cette dispense s'adresse aux participants au marché qui n'exercent pas d'activité de courtage en dérivés, mais qui négocient des dérivés de gré à gré pour atténuer les risques commerciaux liés à l'exercice de leur activité de compensation par contrepartie centrale obligatoire.¹⁰ Le CMIC est d'avis qu'il convient d'offrir cette dispense aux petites entités financières. L'objet de la compensation par contrepartie centrale obligatoire est de réduire le risque systémique. Ces petites entités financières ne sont souvent pas des teneurs de marché dans des opérations sur produits dérivés de gré à gré et concluent en général ce genre d'opérations dans le but de couvrir ou d'atténuer le risque commercial. Par exemple, nous croyons savoir que la majorité des opérations sur produits dérivés de gré à gré conclues par de petites banques canadiennes visent à offrir à leurs clients un financement à taux fixe à plus long terme au moyen de swaps offerts dans le cadre des prêts commerciaux de ces clients. Dans la plupart des cas, le swap correspondant servira en général à couvrir le risque de fluctuation des taux d'intérêt, n'est pas de nature spéculative et comporte en général peu de risques. Ces petites banques concluront alors avec de plus grandes institutions financières des swaps, souvent adossés, pour couvrir le risque sous-jacent des swaps de leurs clients. Ces swaps adossés, qui ne visent qu'à couvrir le risque de fluctuation des taux d'intérêt dans le cadre du swap d'un client, comportent peu de risques pour les petites banques. Les swaps de clients sont souvent garantis par le même actif qui garantit le prêt et cet actif est souvent relativement non liquide. Faute d'une dispense, la petite banque ne pourrait pas réutiliser la sûreté qu'elle reçoit du client en garantie dans le cadre d'un swap adossé compensé. La petite banque serait alors tenue de financer séparément la sûreté déposée auprès de la CPC, financement qui, ajouté aux autres frais de compensation du swap, augmenterait

¹⁰ Supra; note 1.

de manière disproportionnée le coût de compensation pour une opération qui, somme toute, comporte peu de risques. À terme, ces frais seront transférés au client commercial. C'est pourquoi le CMIC est d'avis qu'il convient d'offrir cette dispense pour les utilisateurs finaux aux petites entités financières. Du point de vue du risque systémique, ces opérations doivent toujours être déclarées et les organismes de réglementation canadiens sont ainsi toujours en mesure de surveiller l'incidence de ces opérations sur le marché canadien des produits dérivés de gré à gré.

Quant à la question de savoir ce qu'est une « petite » entité financière, le CMIC est d'avis que les ACVM devraient envisager un critère *de minimis* fondé sur le niveau global d'activité sur le marché des produits dérivés de gré à gré de l'entité financière visée. Tout seuil fixé par les ACVM devrait être représentatif de la réalité du marché canadien des produits dérivés de gré à gré. Ainsi, l'adoption du seuil de l'actif total de 10 milliards de dollars de Dodd Frank aux fins d'établir si une entité appartient à la catégorie des « petites institutions financières » ne serait pas approprié étant donné la taille plus modeste du marché canadien des produits dérivés de gré à gré.

Dispense pour les utilisateurs finaux – Caisses de retraite

Comme nous l'avons indiqué précédemment, le CMIC est favorable à la compensation par contrepartie centrale et reconnaît son importance pour la réduction du risque systémique.

Les caisses de retraite cherchent la stabilité à long terme de leurs investissements et sont motivées par la nécessité de couvrir leur passif au titre des retraites en obtenant des rendements ciblés à des niveaux de risque acceptables. Les caisses de retraite sont des utilisateurs finaux de produits dérivés de gré à gré et n'exercent pas d'activités de négociation de produits dérivés. En raison des restrictions quant aux recours à l'effet de levier et de l'interconnexion limitée des marchés financiers, le CMIC est d'avis qu'il serait peu probable que l'utilisation de produits dérivés de gré à gré par les caisses de retraite pose un risque systémique aux marchés financiers canadiens. Les caisses de retraite ne peuvent par ailleurs en général pas, en vertu de la législation, emprunter des fonds, sauf dans certaines circonstances limitées, et fonctionnent donc à une fraction du niveau d'endettement des courtiers en dérivés et des autres participants au marché. C'est pourquoi nous recommandons aux ACVM d'étudier la question de savoir si l'utilisation de produits dérivés par les caisses de retraite crée un risque systémique ou en augmente sensiblement la probabilité.

Le CMIC est donc d'avis que, à l'instar de la position adoptée dans l'EMIR,¹¹ qui en fait permet aux caisses de retraite de répondre aux appels de marge de variation quotidienne sans avoir à déboursier de fonds (ces caisses de retraite pouvant ainsi affecter leur liquidité à des fins de placement), l'obligation de compensation ne devrait pas être imposée aux caisses de retraite pour une période de trois ans (ou une période plus longue pouvant se révéler nécessaire à la résolution des questions d'ordre réglementaire relatives au règlement autre qu'en espèces de marge de variation) après la date d'entrée en vigueur des obligations de compensation. Les caisses de retraite qui sont des contreparties locales seront toujours tenues de déclarer toutes les opérations sur produits dérivés de gré à gré qu'elles concluent aux référentiels centraux. Comme c'est le cas aux termes de l'EMIR, la période de trois ans permettrait aux organismes de réglementation d'établir au moyen des données pertinentes des référentiels centraux l'incidence des opérations sur produits dérivés des caisses de retraite sur le risque systémique. L'obligation de compensation pour les caisses de retraite pourrait être revue à la fin de ce délai de trois ans.

Dispense pour les utilisateurs finaux membres du même groupe

Bon nombre d'utilisateurs finaux exécutent une grande partie de leurs opérations de couverture par l'intermédiaire de membres du même groupe ou d'unités de trésorerie centralisés en propriété exclusive. Ces unités de trésorerie centralisées permettent aux sociétés de gérer plus efficacement le risque commercial, risque d'exploitation et risque de crédit. Les avantages comprennent, notamment, une gestion de trésorerie centralisée, la compensation groupée et l'obtention de meilleurs prix pour le compte des membres du même groupe. Les structures varieront d'une société à l'autre, mais les unités de trésorerie centralisées feront en général office de principaux entremetteurs externes sur le marché en concluant des opérations sur dérivés pour leur propre compte et ensuite une opération pour leur propre compte adossée avec un utilisateur final membre du même groupe applicable pour lequel l'opération sur dérivés sert de couverture.

¹¹ Paragraphe 89(1) du *Règlement (UE) no 648/2012 (4 juillet 2012)*; disponible à l'adresse suivante : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:FR.PDF>.

Le paragraphe 7(2) du règlement prévoit une dispense (la « dispense pour les utilisateurs finaux membres du même groupe ») pour une entité membre du même groupe (c.-à-d. l'unité de trésorerie centralisée) de la personne physique ou morale qui est admissible à la dispense pour les utilisateurs finaux prévue au paragraphe 7(1). La dispense pour les utilisateurs finaux membres du même groupe n'est offerte que si l'entité du même groupe « est mandataire de la personne ou compagnie ». Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les unités de trésorerie centralisées concluront des opérations sur le marché pour leur propre compte et ensuite une opération pour leur propre compte adossée avec un utilisateur final membre du même groupe applicable. Le CMIC suppose que la dispense pour les utilisateurs finaux membres du même groupe serait offerte à l'unité de trésorerie centralisée dans cette structure adossée pour son propre compte, même si le libellé de la disposition contient « est mandataire de la personne ou compagnie ». Nous croyons que si l'unité de trésorerie centralisée membre du même groupe concluait plutôt pour compte cette opération sur le marché, elle serait alors admissible à la dispense prévue au paragraphe 7(1) et l'unité de trésorerie centralisée n'aurait pas besoin d'une dispense distincte. C'est pourquoi le CMIC recommande de préciser le libellé de l'alinéa 7(2)a) en supprimant le terme « mandataire » et en précisant dans les indications interprétatives que la dispense pour les utilisateurs finaux membres du même groupe serait offerte aux entités membres du même groupe qui ont recours à la structure adossée pour leur propre compte.

Observations sur la rédaction : Tant dans le paragraphe 7(1) que dans le paragraphe 7(2), le terme « et » devrait figurer à la fin de l'alinéa a) et à la fin de l'alinéa b), respectivement.

Non-application pour les entités gouvernementales

Aux termes de l'article 11 du règlement, l'obligation de compensation ne s'applique pas à l'opération à laquelle l'une des contreparties est le gouvernement du Canada, un gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada, une société d'État ou une entité en propriété exclusive de ces gouvernements qui en garantissent les obligations. Le CMIC souhaiterait des précisions quant à l'intention des ACVM de dispenser de l'obligation de compensation toutes les « entités en propriété exclusive de ces gouvernements qui en garantissent les obligations ». Le CMIC soutient qu'ainsi l'on excluerait de l'obligation de compensation un large éventail de participants au marché canadien qui sont très actifs sur le marché des produits dérivés de gré à gré.

De plus, le CMIC fait remarquer que cette disposition pourrait exclure de l'obligation de compensation des entités gouvernementales qui sont des teneurs de marché possédant un important portefeuille de produits dérivés de gré à gré. Ces entités peuvent ne pas conclure nécessairement des opérations sur dérivés de gré à gré à des fins de couverture. Exclure ces opérations au seul motif que l'une des contreparties est une entité gouvernementale semble incompatible avec l'objectif de la compensation par contrepartie centrale, qui est de réduire le risque systémique.

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, le CMIC est d'avis que la dispense de l'obligation de compensation pour une opération doit être offerte à quelque entité dont l'activité n'est pas la négociation de produits dérivés et qu'elle conclue par ailleurs cette opération à des fins de couverture ou d'atténuation du risque commercial. C'est pourquoi le CMIC recommande au comité d'envisager de limiter l'application de l'article 11 seulement aux entités gouvernementales dont le portefeuille de produits dérivés de gré à gré ne dépasse pas un certain seuil, que ces opérations sur produits dérivés de gré à gré servent à des fins de couverture ou à des fins de maintien du marché. De plus, si une entité gouvernementale est un « courtier en dérivés » (au sens de la Règle 91-507), l'obligation de compensation prévue à l'article 4 du règlement devrait s'appliquer à toutes les opérations de cette entité gouvernementale.

Fiabilité des déclarations

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, l'obligation de compensation en vertu de l'article 4 du règlement ne s'applique pas si l'une des dispenses prévues aux paragraphes 7(1) ou 7(2) ou à l'article 8 s'applique, ou si la disposition de non-application de l'article 11 s'applique. Étant donné que des conditions suspensives très précises doivent être remplies avant que l'une de ces dispositions s'applique, le CMIC est d'avis qu'une partie à une opération sur dérivés de gré à gré devrait pouvoir se fier aux déclarations formulées par l'autre partie sans autre enquête ni documentation, pour établir si l'obligation de compensation s'applique ou non. Le CMIC recommande une révision du règlement et des indications interprétatives à cet égard.

Présomption de conformité

Le règlement prévoit au paragraphe 4(2) qu'une contrepartie locale remplit l'obligation de compensation relativement à une opération à compenser si a) l'opération n'est compensée que parce qu'une contrepartie à l'opération est un membre du même groupe qu'une entité qui a été créée en vertu des lois du Canada ou qui a son siège social ou son établissement principal au Canada et que cette entité canadienne est responsable des passifs de l'entité du même groupe et b) l'opération est soumise pour compensation en vertu des lois d'une autre province canadienne ou des lois d'un territoire étranger visé à l'annexe B (dans l'un ou l'autre cas, la « législation étrangère »). De l'avis du CMIC, cette disposition du paragraphe 4(2) n'a qu'un avantage limité parce que, conformément à l'article 2 du règlement, l'opération doit toujours être compensée par une agence de compensation reconnue (ou dispensée de la reconnaissance) en vertu de la législation de la province applicable. L'objet de cette disposition est de présumer qu'une entité étrangère qui respecte la législation étrangère applicable est réputée respecter la législation provinciale applicable. Ainsi, cette disposition serait avantageuse si, prenant l'exemple d'un membre irlandais du même groupe qu'une banque canadienne, a) ce membre du même groupe respecte l'obligation de compensation en vertu de l'EMIR et compense ses opérations par l'intermédiaire d'une agence de compensation en Europe (qui peut être ou peut ne pas être reconnue ou dispensée de la reconnaissance en vertu de la législation provinciale applicable, pourvu que l'agence de compensation soit dûment reconnue en vertu de l'EMIR) et de ce fait respecte automatiquement l'obligation de compensation en vertu du règlement, ou b) ce membre du même groupe est dispensé de l'obligation de compensation en vertu de l'EMIR, prend les mesures nécessaires en vertu de l'EMIR (le cas échéant) pour l'application de cette dispense et de ce fait respecte automatiquement l'obligation de compensation en vertu du règlement (sans que ce membre du même groupe n'ait à déposer quelque formulaire ni à prendre quelque autre mesure qu'il serait par ailleurs tenu de prendre en vertu du règlement pour se prévaloir de la dispense). Par conséquent, le CMIC recommande au comité de revoir le fonctionnement de la disposition du paragraphe 4(2).

Le CMIC est en outre d'avis qu'il faudrait élargir le sens de cette disposition du règlement sur la présomption de conformité de manière à ce qu'une « contrepartie locale » (au sens des alinéas a) ou b) de cette définition) soit aussi réputée respecter son obligation de compensation relativement à une opération à compenser si la contrepartie à cette opération n'est pas une « contrepartie locale » et, en vertu de la législation étrangère applicable, cette opération est dispensée de l'obligation de compensation parce que la contrepartie est admissible à une dispense en vertu de cette législation étrangère. Sans cette modification, les règles de compensation obligatoire canadiennes pourraient prévaloir sur les règles étrangères applicables à une contrepartie étrangère, de telle sorte qu'un utilisateur final serait obligé de compenser ses produits dérivés conformément aux règles canadiennes, même s'il en est dispensé en vertu de ses règles locales. Ce problème est bien illustré par un swap entre une banque canadienne (ou un membre du même groupe à l'étranger qui est une contrepartie locale en vertu du règlement) et une caisse de retraite européenne (qui bénéficie actuellement d'une dispense de l'obligation de compensation en vertu de l'EMIR, comme il est indiqué ci-dessus). L'effet extraterritorial pourrait nuire sensiblement au marché canadien des produits dérivés de gré à gré, ces contreparties étrangères n'ayant plus intérêt à conclure des opérations sur dérivés avec des participants au marché canadien.

Rejet d'une opération par une agence de compensation

L'article 5 du règlement prévoit qu'une agence de compensation doit aviser « immédiatement » la ou les contreparties locales qui soumettent une opération si elle refuse de la compenser. En premier lieu, il est possible que ce ne soit pas la contrepartie locale qui soumette l'opération à compenser, auquel cas l'article 5 doit être modifié par suppression du terme « local ». En deuxième lieu, le terme « immédiatement » est imprécis et doit être précisé. Enfin, les indications interprétatives indiquent que si une opération est rejetée par une agence de compensation, le comité considère que cette opération refusée est nulle et non avenue. Le CMIC est d'avis que cette conclusion ne devrait pas être automatique. Bien que l'aspect de la réforme du marché mondial des produits dérivés ne soit pas encore réglé, nous observons que l'exigence de la CFTC actuelle voulant qu'une opération rejetée soit considérée nulle et non avenue ne s'applique que dans le contexte d'une opération sur dérivés soit sur un marché de contrats désigné (MCD), soit sur une plateforme d'exécution de swaps (PES).¹² Le règlement, en sa version actuelle, a une portée beaucoup plus large, visant quelque produit dérivé compensable et non seulement ceux négociés sur un MCD ou une PES. De plus, le

¹² CFTC Staff Guidance on Swaps Straight-Through Processing, 26 septembre 2013 à la p. 5. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/stpguidance.pdf>.

contrat-cadre FIA-ISDA sur l'exécution des dérivés compensés (FIA-ISDA Cleared Derivatives Execution Agreement)¹³ donne aux contreparties l'option de considérer l'opération rejetée comme une opération bilatérale non compensée, (laquelle, le CMIC le reconnaît, ne devrait pas être une option pour une opération qui est assujettie à l'obligation de compensation) ou de résilier l'opération et de calculer un montant de résiliation par anticipation conformément aux conditions du contrat-cadre ISDA 2002. Divers organismes sectoriels sont actuellement à examiner ces dispositions et les conventions du marché connexes compte tenu des règles régissant la nouvelle plateforme d'exécution de swaps aux États-Unis. C'est pourquoi le CMIC est d'avis que le règlement et les indications interprétatives devraient prévoir que seules les opérations sur des produits dérivés compensables sur une PES qui ont été rejetées par une agence de compensation devraient être considérées comme nulles et non avenues *ab initio*, sous réserve de la possibilité de resoumettre l'opération pour compensation lorsque les motifs du rejet initial sont d'ordre opérationnel ou administratif. Sinon, les participants au marché canadien pourraient sur ce point être écartés d'un marché mondial en évolution. L'établissement des conséquences du rejet par une agence de compensation de tous les autres produits dérivés compensables devrait relever des parties à l'opération ou de l'agence de compensation.

Avis préalable à la décision

En vertu de l'article 13 du règlement, l'organisme de réglementation en valeurs mobilières compétent a la faculté de publier ou non un avis de consultation avant de décider si un produit dérivé ou une catégorie de produits dérivés est un produit dérivé compensable ou une catégorie de produits dérivés compensables. Le CMIC croit fermement qu'un avis de consultation devrait toujours être publié et que la période de consultation devrait être de 60 jours.

Annexe A1

Les parties qui se prévalent de la dispense pour les opérations intragroupes prévues à l'article 8 du règlement doivent remplir l'annexe A1. L'information dans le règlement et dans les indications interprétatives ne précise pas si le public aura ou non accès à cette annexe. Le CMIC recommande des éclaircissements en ce sens dans les indications interprétatives.

Observations sur la rédaction : La rubrique 2.1 de la version anglaise de l'annexe A1 comporte une erreur typographique – le terme « ground » devrait plutôt se lire « grounds ».

Annexe A2

L'une des attestations de cette annexe indique que l'agence de compensation convient de mettre ses livres et dossiers à la disposition de l'autorité en valeurs mobilières locale compétente.¹⁴ Le CMIC est d'avis que l'accès devrait être limité aux livres et registres « applicables ».

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 des points soulevés dans la présente lettre contribuera sensiblement à la réussite de l'élaboration des règles définitives sur la compensation par contrepartie centrale obligatoire.

Comme nous l'avons souligné dans des mémoires précédents, chaque sujet relatif à la réglementation des dérivés de gré à gré est en corrélation avec tous les autres aspects. À cet égard, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires sur le règlement après la publication d'autres documents de consultation et de modèles et projets de règles.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration des règles sur la compensation par contrepartie centrale obligatoire et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les

¹³ Version 1.1, publiée le 12 septembre 2012, chapitre 4. Disponible à l'adresse suivante : <http://isda.org/publications/isda-clearedswap.aspx>.

¹⁴ Il s'agit aussi d'une exigence prévue à l'alinéa 2.1(2)a) du projet de règle 24-503, obligation des agences de compensation de la CVMO.

participants au marché qui seront assujettis à ces règles. 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
Succursale canadienne de Deutsche Bank A.G.
Healthcare of Ontario Pension Plan
Banque HSBC Canada
Succursale de Toronto de JPMorgan Chase Bank, N.A.
Société Financière Manuvie
Banque Nationale du Canada
OMERS Administration Corporation
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Banque Royale du Canada
La Banque de Nouvelle-Écosse
La fédération des Caisses Desjardins du Québec
La Banque Toronto-Dominion