

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Document de consultation 91-401 sur la réglementation des
dérivés de gré à gré au Canada

Table des matières

Sommaire.....	1
1. Contexte.....	6
1.1 Dérivés.....	6
1.2 Marchés de gré à gré au Canada.....	8
1.3 Engagements du G20	8
1.4 Autres groupes de travail canadiens.....	9
1.5 Efforts internationaux	9
1.6 Les risques de l'inaction	11
1.7 Normalisation.....	11
1.8 Inscription	12
2. Risques.....	13
2.1 Risque de contrepartie.....	13
2.2 Risque de transparence.....	14
2.3 Risque systémique	15
2.4 Autres risques	15
3. Compensation.....	17
3.1 Compensation bilatérale.....	17
3.2 Compensation par contrepartie centrale.....	17
3.3 Risques et préoccupations	20
3.4 Propositions internationales.....	22
3.5 Contexte canadien	25
3.6 Options.....	27
3.7 Recommandations	28
4. Référentiels centraux de données.....	31
4.1 Efforts internationaux concernant les référentiels centraux de données	32
4.2 Options pour les référentiels centraux de données – Structure et délai de communication de l'information	34
4.3 Recommandations	35
5. Négociation électronique	38
5.1 Risques et préoccupations	39

Réglementation des dérivés de gré à gré au Canada

5.2	Tables rondes des utilisateurs finaux organisées par le Comité des ACVM sur les dérivés.....	39
5.3	Propositions et législation internationales	40
5.4	Options.....	41
5.5	Observations	41
5.6	Recommandations	42
6.	Fonds propres et garanties	44
6.1	Normes internationales	44
6.2	Exigences de fonds propres au Canada.....	45
6.3	Autres entités inscrites en vertu de la législation en valeurs mobilières.....	46
6.4	Exigences de garantie.....	46
6.5	Recommandations	47
7.	Utilisateurs finaux et participants au marché importants.....	50
7.1	Tables rondes des utilisateurs finaux organisées par le Comité des ACVM sur les dérivés.....	50
7.2	Options.....	51
7.3	Recommandations	52
8.	Application de la réglementation	54
8.1	Propositions internationales	54
8.2	Options.....	55
8.3	Pouvoirs législatifs et réglementaires	57
8.4	Recommandations	57
9.	Séparation des biens affectés en garantie.....	58
10.	Conclusion	59
10.1	Recommandations pour répondre aux engagements du G20.....	59
10.2	Prochaines étapes	60

Sommaire

La crise financière mondiale a tourné les projecteurs sur le marché des dérivés de gré à gré et a fait ressortir les risques considérables que les dérivés de gré à gré peuvent poser pour le système financier. Au cours de la dernière année, le Comité des ACVM sur les dérivés (le « Comité ») a suivi de près les propositions réglementaires et l'évolution de la législation à l'échelle internationale, a consulté les participants au marché des dérivés de gré à gré au Canada et a collaboré avec d'autres organismes de réglementation canadiens à la définition de la meilleure approche à adopter pour améliorer l'encadrement réglementaire de nos marchés.

Le présent document de consultation publique traite de certaines des lacunes qui se sont manifestées dans le marché des dérivés de gré à gré et énonce les propositions générales du Comité au sujet de la réglementation de ce marché. Les options et les recommandations formulées par le Comité visent à renforcer nos marchés financiers, à gérer des risques précis liés aux dérivés de gré à gré, à mettre en œuvre les engagements des dirigeants du G20 d'une manière appropriée à nos marchés et à harmoniser dans la mesure du possible la surveillance réglementaire avec celle des organismes internationaux, tout en évitant de nuire à nos marchés.

Dans chacun des domaines abordés dans le présent document, le Comité constate que les champs de compétence et des pouvoirs réglementaires précis devront être établis clairement dans la législation de chaque province en matière de valeurs mobilières et de dérivés. En outre, afin de réaliser bon nombre des recommandations du présent document, les ACVM devront conclure des accords d'échange d'information et de coopération avec les organismes de réglementation internationaux, de même qu'avec les référentiels centraux de données et les chambres de compensation centrales (les « contreparties centrales ») à l'étranger.

Le Comité souhaite consulter le secteur financier et le public sur ses propositions de réglementation des dérivés de gré à gré. Le Comité est notamment intéressé à recevoir des réponses sur les diverses questions formulées dans le présent document au sujet des recommandations et des options qu'il met de l'avant. On trouvera ci-après un résumé des principales recommandations du Comité.

Compensation

Le Comité recommande de rendre obligatoire la compensation centrale des dérivés de gré à gré qui sont jugés compensables et susceptibles de compensation. De plus amples informations et de nouvelles études seront nécessaires pour déterminer le type de contrepartie centrale à établir et son emplacement, notamment pour évaluer la nécessité de créer une contrepartie centrale canadienne plutôt que de s'appuyer sur des contreparties centrales internationales.

Référentiels centraux de données

Le Comité recommande que la législation en valeurs mobilières provinciale canadienne soit modifiée de manière à obliger les contreparties canadiennes à déclarer toutes les opérations sur dérivés à un référentiel central de données.

Négociation électronique

À court terme, le Comité recommande que les organismes de réglementation provinciaux obtiennent le pouvoir d'imposer la négociation électronique des dérivés de gré à gré, mais, ultérieurement, de ne l'appliquer qu'aux produits négociables sur une plateforme de négociation organisée (par exemple, les produits suffisamment normalisés et liquides) et qui présentent un risque systémique pour le marché.

Fonds propres et garanties

Le Comité recommande d'adopter une approche fondée sur le risque en imposant des exigences de fonds propres et de garanties qui soient proportionnelles aux risques auxquels une entité s'expose. En particulier, le Comité recommande de soumettre les opérations bilatérales qui ne sont pas compensées par une contrepartie centrale à des exigences de fonds propres et de garanties plus strictes que celles qui le sont, sous réserve de certaines exceptions.

Dispenses pour les utilisateurs finaux

Le Comité recommande de dispenser certaines catégories d'utilisateurs finaux de l'application des propositions réglementaires formulées dans le présent document. Cette approche exige d'approfondir la question afin d'établir les catégories d'utilisateurs finaux admissibles à cette dispense, les conditions à remplir pour y être admissible et la pertinence d'établir un seuil d'admissibilité.

Autres questions et recommandations

Outre les recommandations ci-dessus, le Comité a traité les questions suivantes :

- (i) ***Application de la réglementation, pratiques abusives et surveillance*** – Le Comité recommande que les organismes de réglementation provinciaux obtiennent le pouvoir de surveiller les marchés des dérivés de gré à gré, d'établir des normes rigoureuses de conduite sur le marché relativement à la négociation de dérivés de gré à gré, de faire enquête sur les pratiques abusives qui ont cours sur ces marchés et de sanctionner ces pratiques.
- (ii) ***Séparation des fonds propres*** – Le Comité estime qu'une analyse approfondie est nécessaire avant de formuler des recommandations en matière de séparation des fonds propres dans le contexte du marché canadien des dérivés de gré à gré.

Commentaires et observations

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prend fin le 14 janvier 2011.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.on.ca).

Veillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

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

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres autorités.

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
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Derek West
Directeur du Centre d'excellence en dérivés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Réglementation des dérivés de gré à gré au Canada

Lorenz Berner
Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403-297-6454
lorenz.berner@asc.ca

Kevin Sandhu
Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403-355-9026
kevin.sandhu@asc.ca

Michael Brady
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
604-899-6561
mbrady@bcsc.bc.ca

Nazma Lee
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
604-899-6867
nlee@bcsc.bc.ca

Doug Brown
Director, Legal
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-0605
doug.brown@gov.mb.ca

Wendy Morgan
Conseillère juridique
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
506-643-7202
wendy.Morgan@gnb.ca

Kevin Fine
Senior Advisor, Derivatives Unit
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8109
kfine@osc.gov.on.ca

Debbie Foubert
Director of Derivatives
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8215
dfoubert@osc.gov.on.ca

Shane Aikat

Réglementation des dérivés de gré à gré au Canada

Junior Policy Analyst, Derivatives Unit
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8205
saikat@osc.gov.on.ca

Barbara Shourounis
Director, Securities Division
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5842
barbara.shourounis@gov.sk.ca

1. Contexte

Le présent document énonce les propositions générales du Comité au sujet de la réglementation des dérivés de gré à gré. Nous y présentons les risques que chaque proposition vise à atténuer, le contexte réglementaire international dans lequel s'inscrit chaque question abordée, les options qui s'offrent à nous pour les traiter, des propositions en matière d'élaboration législative, et des questions soumises à la consultation publique.

La récente crise financière a pris naissance dans le secteur immobilier américain, mais le contexte économique, conjugué à des pratiques déficientes en matière d'octroi de crédit et de gestion du risque, à une surveillance réglementaire insuffisante et à l'endettement excessif, a étendu la crise frappant le marché hypothécaire américain à tous les secteurs de l'économie mondiale. Les dérivés de gré à gré ne sont pas considérés comme la principale cause de la récente crise financière, mais ils l'ont exacerbée et ont compliqué la tâche des organismes de réglementation, qui cherchaient à comprendre l'étendue de la dégradation de la situation économique et les interactions entre les participants aux marchés. Le manque de transparence sur les marchés des dérivés de gré à gré a accentué la complexité des contrats dérivés de gré à gré, de sorte qu'il était difficile pour les organismes de réglementation de cerner les risques avant et pendant la crise.

Il s'est écrit une multitude de rapports proposant des réformes de la réglementation et du secteur depuis le début de la crise financière. Notre intention n'est pas de réitérer toutes les propositions que nous avons examinées, et il serait vain de tenter de le faire. Le présent document met plutôt en relief les principales propositions des organismes de réglementation aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe. Nos options et nos recommandations reposent sur les axes suivants :

- (i) renforcer nos marchés financiers et gérer des risques précis liés aux dérivés de gré à gré;
- (ii) mettre en œuvre les engagements des dirigeants du G20 pris au sommet de Pittsburgh en 2009 et réaffirmés au sommet de Toronto en juin 2010 d'une manière appropriée pour nos marchés;
- (iii) harmoniser la surveillance réglementaire dans la mesure du possible avec les organismes internationaux afin de faciliter les opérations sur les marchés mondiaux et de limiter les risques d'arbitrage réglementaire et de fuite des capitaux;
- (iv) éviter de nuire à nos marchés.

Certains membres du Comité sont également membres du Heads of Agencies Derivatives Working Group (Groupe de travail sur les dérivés constitué par les dirigeants d'organismes de réglementation), du Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC et de la Commodities Task Force (Groupe de travail sur les marchandises) de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), ce qui les rend encore plus aptes à définir les enjeux et à élaborer des projets de réglementation touchant les marchés des dérivés de gré à gré. Ainsi, le Comité a bénéficié des points de vue de ces autres groupes, et il en a tenu compte dans l'analyse exposée dans le présent document.

1.1 Dérivés

En clair, on peut définir un dérivé comme une entente aux termes de laquelle le cours, la valeur et l'obligation de livraison ou de paiement sont fonction d'un sous-jacent. Les dérivés servent à transférer

le risque auquel un sous-jacent expose une société, une institution ou un particulier à une autre entité disposée à assumer ce risque.

Les dérivés sont négociés de deux façons : soit en bourse, soit bilatéralement, c'est-à-dire de gré à gré. Lorsqu'ils sont négociés à la cote d'une bourse, comme la Bourse de Montréal ou ICE Futures Canada, les contrats sont standardisés et négociés de façon anonyme sur un système électronique d'appariement des ordres¹. La négociation des dérivés sur les bourses réglementées n'a pas connu de perturbations majeures au cours de la récente crise financière.

Lorsqu'une opération est exécutée en bourse, l'information connexe est transmise à une chambre de compensation qui se charge de compenser l'opération. Au moyen de la compensation par novation, la chambre de compensation s'interpose entre l'acheteur et le vendeur et devient la contrepartie de chacun d'eux. Ainsi, la chambre de compensation atténue le risque de crédit entre les contreparties qui sont à l'origine de l'opération. La marge initiale et la marge de variation, de même que le fonds de sécurité établi par chaque chambre de compensation, assurent que les contreparties demeurent en mesure de s'acquitter de leurs obligations envers leurs contreparties à la chambre de compensation. Si un membre d'une chambre de compensation se trouve malgré tout incapable de s'acquitter de ses obligations, le recours aux marges atténue le risque associé à une position donnée pour la contrepartie centrale, et les fonds propres des membres de la chambre de compensation fournissent une garantie supplémentaire.

La négociation des dérivés de gré à gré diffère de celle des dérivés boursiers du fait que les opérations sont négociées bilatéralement entre deux contreparties qui assument chacune le risque de crédit lié à l'autre contrepartie. Tous les aspects du contrat sont négociables, bien que le secteur des dérivés de gré à gré ait élaboré des accords-cadres très structurés assortis de modalités normalisées pour les contrats dérivés². L'accord-cadre normalisé est couramment utilisé, mais il peut être modifié par les parties. Les participants aux marchés peuvent atténuer certains risques précis en adaptant un contrat, par exemple en concluant un swap de taux d'intérêt assorti d'obligations de paiement correspondant précisément aux modalités d'un emprunt du participant au contrat.

¹ Autrefois, les dérivés négociés en bourse étaient exécutés sur le parquet à la criée.

² Divers accords-cadres normalisés sont utilisés à l'échelle mondiale, mais une grande partie des opérations sur dérivés de gré à gré font l'objet d'une documentation type établie par l'International Swaps and Derivatives Association, ou ISDA. L'ISDA est une association internationale du secteur financier qui réunit plus de 820 institutions membres réparties dans 57 pays sur 6 continents. Elle compte parmi ses membres la plupart des grandes institutions mondiales qui effectuent des opérations sur dérivés de gré à gré ainsi qu'une grande part des entreprises, des entités étatiques et des autres utilisateurs finaux qui ont recours aux dérivés de gré à gré. L'accord-cadre de l'ISDA est l'entente générale qui régit les confirmations d'opération entre deux contreparties.

Quelle que soit la façon dont les dérivés sont échangés, ces marchés sont essentiels à l'économie mondiale, car ils facilitent le transfert et l'atténuation de risques qui, sans quoi, pourraient restreindre certains facteurs économiques importants, notamment la capacité des industriels à conclure des contrats à long terme ou la capacité des sociétés à exercer leurs activités dans diverses monnaies. Les parties qui exécutent des opérations sur dérivés à des fins spéculatives sont des participants essentiels au marché, puisqu'elles fournissent de la liquidité et assument les risques des contreparties aux opérations sur dérivés.

1.2 Marchés de gré à gré au Canada

Les dérivés ne sont pas supervisés de la même façon dans tous les territoires du Canada, l'autorité réglementaire étant conférée en vertu de régimes juridiques différents³. Le marché canadien des dérivés est relativement petit, mais joue un rôle essentiel pour tous les secteurs de l'économie. Le Comité a recueilli les commentaires des participants au marché des côtés vendeur⁴ et acheteur, notamment des données et des entretiens de fond à l'occasion de tables rondes et de réunions bilatérales.

1.3 Engagements du G20

La crise financière mondiale a attiré l'attention sur les marchés des dérivés de gré à gré. Les organismes de réglementation et les participants au marché ont eu beaucoup de mal à comprendre les opérations complexes qui, dans la foulée de la faillite ou de la quasi-faillite d'importants participants au marché (Lehman, Bear Stearns et AIG), ont mis l'économie mondiale en péril. Les dirigeants du G20 ont examiné les structures financières qui avaient failli ou subi de profondes perturbations et, lors du sommet de septembre 2009 à Pittsburgh, ont pris les engagements suivants :

« Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données (« trade repositories »). Les contrats ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences de fonds propres plus strictes. »

Les dirigeants du G20 ont réaffirmé cet engagement à l'occasion du sommet de juin 2010 à Toronto, au cours duquel ils ont convenu de *« renforcer l'infrastructure des marchés financiers en accélérant la mise en œuvre de solides mesures afin d'améliorer la transparence et la surveillance réglementaire des fonds*

³ Voici quelques exemples : (i) au Québec, la *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q., c. I-14.01, confère à l'AMF la compétence de superviser tous les contrats dérivés, avec une définition précise de ce qui constitue un dérivé et un régime de surveillance distinct de celui applicable aux valeurs mobilières; (ii) en Ontario, la compétence de la CVMO relève de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, c. S.5, et de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*, L.R.O. 1990, c. C.20; (iii) au Manitoba, les produits dérivés négociés en bourse sont régis par la *Loi sur les contrats à terme de marchandises*, C.P.L.M. c. C152, alors que les dérivés de gré à gré sont régis par la *Loi sur les valeurs mobilières*, C.P.L.M. c. S50; (iv) dans certains territoires, les dérivés de gré à gré sont considérés comme des valeurs mobilières régies par la loi sur les valeurs mobilières du territoire.

⁴ Le groupe consultatif sectoriel composé des six grandes banques canadiennes a été créé en janvier 2010. Son mandat consiste à suivre l'évolution de la situation internationale, à recueillir des données sur les marchés canadiens des dérivés de gré à gré et à formuler des recommandations à l'intention des décideurs publics pour réaliser les engagements pris dans le cadre du G20. Depuis, des courtiers majeurs et des participants au marché du côté acheteur actifs sur les marchés canadiens des dérivés se sont joints au groupe, maintenant connu sous le nom de Canadian Market Infrastructure Committee.

*de couverture, des agences de notation et des produits dérivés hors cote d'une façon cohérente et non discriminatoire à l'échelle internationale*⁵. »

En tant que signataire des engagements du G20, le Canada est appelé à respecter l'échéance fixée à la fin de 2012. Pour concrétiser cet ambitieux programme, les organismes de réglementation du Canada et des autres pays doivent rapidement se doter d'un cadre leur conférant le pouvoir légal de prendre des règlements qui favoriseront le respect de leurs engagements.

1.4 Autres groupes de travail canadiens

Au Canada, le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (le « GTPDGG »), créé en décembre 2009, a été chargé par les dirigeants des organismes de réglementation (HoA) de fournir des conseils et de coordonner les travaux nécessaires pour que le Canada puisse respecter les engagements pris dans le cadre du G20 relativement aux produits dérivés de gré à gré, de façon à préserver la stabilité et la vitalité du système financier canadien. Le GTPDGG réunit des représentants de la Banque du Canada, du Bureau du surintendant des institutions financières, du ministère des Finances fédéral et des Autorités canadiennes en valeurs mobilières. Le GTPDGG et le Comité coordonnent leurs travaux tant pour ce qui est des thèmes abordés que de leurs calendriers respectifs⁶.

Par ailleurs, le GTPDGG a proposé une solution canadienne à certaines questions, dont le recours à des mesures incitatives financières et l'intention annoncée des autorités canadiennes d'inciter le secteur financier à entreprendre des réformes. Il est d'avis que les pouvoirs publics sont en mesure d'encadrer le secteur dans l'instauration d'une infrastructure de marché. De plus, le GTPDGG a demandé au Canadian Market Infrastructure Committee⁷ d'examiner des questions comme la compensation, les référentiels centraux de données et la normalisation.

1.5 Efforts internationaux

Plusieurs membres du Comité participent à des efforts internationaux visant à renforcer la surveillance des marchés des dérivés de gré à gré exercée par les organismes de réglementation. Divers projets sont en cours à l'échelle internationale, notamment les suivants :

- L'OICV a mis sur pied plusieurs groupes de travail qui ont remis des rapports au comité technique et qui poursuivent actuellement leurs travaux (comme le Groupe de travail sur les produits et les marchés non réglementés et le Groupe de travail sur les marchandises).
- Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'OICV révisent conjointement leurs *Recommandations pour les contreparties centrales* afin d'y inclure les dérivés de gré à gré, et ils proposent également des recommandations concernant les référentiels centraux de données. Ces recommandations seront prises en compte dans l'examen général des normes internationales applicables aux infrastructures des marchés financiers qui a été entrepris par le CSPR et le Comité technique de l'OICV en février 2010. Des sous-groupes ont été formés et

⁵ « Déclaration du Sommet du G-20 à Toronto », disponible en ligne sur le site du Centre de recherche sur le G20, University of Toronto, à l'adresse suivante : <<http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communique.html>>.

⁶ Le GTPDGG a publié récemment un document public sur cette question.

⁷ Voir la note 4.

rassemblent actuellement l'information associée aux trois normes applicables à l'infrastructure du marché financier, à savoir les systèmes de paiement d'importance systémique, les recommandations pour les systèmes de règlement de titres et les recommandations pour les contreparties centrales.

- L'OICV co-préside un groupe de travail mis sur pied par le Conseil de stabilité financière (CSF). Ce groupe de travail a pour objectif de cerner les facteurs qui rendent les dérivés compensables et d'élaborer des politiques afin de favoriser l'application uniforme d'obligations de compensation et de négociation électronique à l'échelle internationale. Il examine également la portée des dispenses des obligations de compensation et de négociation électronique. Il déposera son rapport en octobre 2010.
- Le Comité technique de l'OICV a annoncé la création d'un groupe de travail sur les dérivés de gré à gré. Ce groupe a pour tâche d'élaborer des normes internationales uniformes de réglementation des dérivés de gré à gré et de coordonner certaines initiatives internationales en matière de réglementation des dérivés de gré à gré. Il servira de point d'échange et de coordination entre les membres de l'OICV sur les questions relatives à cette réglementation.⁸
- Le Comité des marchés émergents de l'OICV a publié cet été un rapport intitulé *OTC Markets and Derivatives Trading in Emerging Markets*.
- Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a également convenu récemment de réviser ses exigences en matière de fonds propres.
- La Federal Reserve Bank of New York ainsi que des organismes de surveillance prudentielle et de réglementation du marché, des banques centrales et d'autres organismes internationaux ont constitué le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC, qui s'occupe des questions pratiques de fonctionnement et de surveillance touchant les contreparties centrales et les référentiels centraux de données.
- Les superviseurs des principaux courtiers en dérivés de gré à gré⁹ ont tenu des consultations avec les courtiers et les investisseurs institutionnels membres du G14¹⁰ et continuent de travailler en collaboration avec eux pour apporter des améliorations structurelles aux marchés

⁸ IOSCO Technical Committee Task Force on OTC Derivatives Regulation, *Terms of Reference*.

⁹ Ces superviseurs sont le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, le Banking Department de l'État du Connecticut, la Federal Deposit Insurance Corporation, la Federal Reserve Bank of New York, la Federal Reserve Bank of Richmond, le Secrétariat général de la Commission bancaire de France, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers de l'Allemagne, l'Agence des services financiers du Japon, le Banking Department de l'État de New York, l'Office of the Comptroller of the Currency, la Securities and Exchange Commission, l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers de Suisse et la Financial Services Authority du Royaume-Uni.

¹⁰ Au 1^{er} mars 2010, les membres du G14 étaient AllianceBernstein, Bank of America-Merrill Lynch, Barclays Capital, BlackRock, Inc., BlueMountain Capital Management LLC, BNP Paribas, Citadel Investment Group, L.L.C., Citi, Crédit Suisse, Deutsche Bank AG, D.E. Shaw & Co., L.P., DW Investment Management LP, Goldman Sachs & Co., Goldman Sachs Asset Management, L.P., HSBC Group, International Swaps and Derivatives Association, Inc., J.P. Morgan, Managed Funds Association, Morgan Stanley, Pacific Investment Management Company, LLC, The Royal Bank of Scotland Group, le groupe de gestion d'actifs de la Securities Industry and Financial Markets Association, la Société Générale, UBS AG, Wachovia Bank, N.A. et Wellington Management Company, LLP.

mondiaux des dérivés de gré à gré. Les efforts des membres du G14 en ce sens s'inscrivent dans le cadre de leur partenariat continu avec les superviseurs, les ministères, les associations sectorielles, les services publics industriels et les fournisseurs privés¹¹.

Les discussions et les travaux menés par tous ces comités visent à aider chaque pays à élaborer une réglementation appropriée et à favoriser l'harmonisation en vue de prévenir l'arbitrage réglementaire. Des intervenants des ACVM participent à des sous-groupes pour faire valoir le point de vue des petits marchés comme le Canada. Le Comité assure le suivi continu des activités de tous les comités internationaux pertinents pour veiller à ce que les recommandations des ACVM soient dûment prises en compte.

1.6 Les risques de l'inaction

Les sociétés et les institutions financières canadiennes sont actives dans la négociation des dérivés. Toutefois, elles ne représentent qu'une petite partie des marchés internationaux des dérivés de gré à gré et comptaient pour peu dans la négociation des types de dérivés, tels les swaps sur défaillance, qui ont alimenté la récente débâcle financière. Il demeure que cette crise a démontré qu'il est risqué de laisser la négociation des dérivés de gré à gré se poursuivre librement et sans une certaine supervision réglementaire. Par ailleurs, les pays où sont établies bon nombre des contreparties avec lesquelles les sociétés canadiennes font affaire, comme l'Union européenne et les États-Unis, sont sur le point d'imposer de nouvelles réglementations aux marchés des dérivés de gré à gré. Ainsi, les entités canadiennes pourraient elles aussi être tenues de respecter de nouvelles obligations dans ces territoires.

Compte tenu des engagements que le Canada a pris dans le cadre du G20, l'inaction réglementaire n'est pas une option. Outre ces engagements, il existe des raisons impérieuses de mettre en place un encadrement réglementaire. Étant donné que les opérations sur dérivés de gré à gré franchissent les frontières, si d'autres pays adoptent une réglementation stricte mais que le Canada n'agit pas, cela pourrait lui valoir une réputation de marché refuge et mener à des arbitrages réglementaires et à la prolifération des activités de négociation risquées au pays. De plus, les entités canadiennes pourraient éprouver des difficultés à faire des affaires à l'étranger si leur pays d'origine est réputé avoir un régime réglementaire laxiste. Bien que les banques canadiennes aient surmonté la crise financière plus facilement que celles d'autres pays, les investisseurs canadiens en ont souffert.

Les ACVM analysent la réforme réglementaire proposée aux États-Unis et dans l'Union européenne, mais leurs propositions réglementaires tiendront compte de la réalité du marché canadien des dérivés et des problèmes et des risques pouvant y exister. Les ACVM, tout en respectant les recommandations du G20, ont l'intention d'éviter une réglementation qui engendrerait des frais incompatibles avec leur objectif consistant à renforcer nos marchés financiers et à réduire le risque de résurgence des événements qui ont mené à la récente crise financière.

1.7 Normalisation

Le G20 et le CSF soulignent tous deux l'importance de la normalisation des dérivés de gré à gré. Les plus grands courtiers en dérivés à l'échelle internationale ont pris des engagements envers les organismes de

¹¹ Lettre à M. William C. Dudley (1^{er} mars 2010), accessible sur le site Web de la Federal Reserve Bank of New York, à l'adresse suivante : <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2010/100301_letter.pdf>.

réglementation dont ils relèvent et, fait digne de mention, des efforts semblables sont actuellement déployés au Canada pour évaluer les besoins de normalisation. Un certain niveau de normalisation des divers aspects de la négociation des dérivés de gré à gré doit être atteint avant que le secteur puisse respecter les éventuelles obligations réglementaires telles que la déclaration aux référentiels centraux de données, la compensation par contrepartie centrale ou la négociation par l'intermédiaire d'un système d'exécution des opérations sur dérivés de gré à gré ou d'une bourse.

Le succès des référentiels centraux de données et leur utilité pour les intervenants du secteur et les organismes de réglementation dépendent nettement de la normalisation des modalités des contrats dérivés de gré à gré et des méthodes de déclaration de ces contrats. Plus les contrats seront normalisés, plus ils seront facilement compensables et, par la suite, échangeables sur une plateforme électronique, au point de devenir fongibles¹².

Par conséquent, le secteur financier a tout intérêt à poursuivre ses travaux pour répertorier les dérivés de gré à gré qui sont compensables et qui peuvent être négociés électroniquement et en faire part aux organismes de réglementation, car cela permettra d'établir le niveau de normalisation requis au début. Parallèlement, les organismes de réglementation évaluent les niveaux de normalisation existants ou qui pourraient être atteints bientôt dans chaque segment du marché. Grâce à l'analyse des données des référentiels centraux de données, ils seront mieux à même de définir et d'apprécier avec précision la normalisation requise.

Le Comité s'accorde à dire que le développement d'une infrastructure de marché appropriée à l'intérieur du cadre réglementaire établi par le marché et les organismes de réglementation prudentielle aidera le Canada à respecter ses obligations tout en assurant sa compétitivité sur la scène mondiale.

1.8 Inscription

La question de l'admissibilité aux dispenses d'inscription et la portée des obligations d'inscription ne sont pas traitées dans le présent document et feront l'objet d'une consultation ultérieure.

¹² On qualifie de « fongibles » les contrats dont les stipulations sont identiques et qui, de ce fait, sont échangeables ou remplaçables entre eux.

2. Risques

Le marché des dérivés permet à une entité de gérer son exposition aux risques en transférant ceux auxquels elle ne souhaite pas être exposée ou en acceptant des risques qu'elle peut tolérer. Certaines entités qui acceptent les risques d'un tiers utilisent les dérivés à des fins spéculatives dans l'intention, la plupart du temps, de réaliser un profit. Cet enchevêtrement de transferts de risques génère pour le système financier lui-même un risque considérable. Aussi est-il important de bien comprendre non seulement les risques que les participants au marché désirent transférer à d'autres parties, mais également le surcroît de risque que ces transferts engendrent, tant individuellement que globalement, pour le système. Il importe en outre de cerner les risques que chaque solution réglementaire envisagée peut faire peser sur le système.

2.1 Risque de contrepartie

De par leur nature, les contrats dérivés de gré à gré sont surtout bilatéraux; chaque partie est liée par les modalités du contrat, dont on ne peut obtenir l'exécution que de l'autre partie. Pendant la durée d'un contrat dérivé, qui peut aller de quelques jours à plusieurs années, les contreparties cumulent leurs créances réciproques en fonction de la fluctuation de la valeur du sous-jacent du contrat ou de la survenance d'événements prévus au contrat. Il en résulte ce qu'on appelle un risque de contrepartie (ou risque de crédit), c'est-à-dire le risque que l'une des parties manque à ses obligations contractuelles, notamment de règlement ou de livraison.

L'opacité des marchés des dérivés de gré à gré (abordée en détail sous la rubrique « Risque de transparence » ci-après) accentue le risque de contrepartie. Il peut en effet être difficile d'évaluer la solvabilité d'une contrepartie, l'ampleur de son exposition globale aux dérivés et, de ce fait, le risque que cette contrepartie manque à ses obligations aux termes d'un contrat dérivé.

Il est d'usage que les parties à une opération sur dérivés de gré à gré réduisent leur exposition au risque de contrepartie en recourant à diverses techniques de gestion du risque. L'outil de gestion du risque le plus courant pour les opérations sur dérivés institutionnelles est le dépôt d'une garantie couvrant le solde exigible après la compensation bilatérale. Les parties concluent généralement une annexe de soutien au crédit, document négocié qui fait partie intégrante du contrat dérivé, en vue d'établir les modalités ou les règles aux termes desquelles une garantie doit être déposée¹³. L'annexe de soutien au crédit (ou un accord de garantie équivalent) est un document complémentaire que les parties concluent de leur plein gré.

Une garantie bilatérale adéquate peut se révéler efficace pour réduire le risque de contrepartie. Ainsi, cette technique a permis, durant la récente crise financière, à certains participants détenant des positions multiples d'atténuer en partie les conséquences de la défaillance de leurs contreparties en compensant ces positions, et de neutraliser, du moins partiellement, leurs pertes en réalisant la garantie fournie par ces contreparties. Toutefois, la récente débâcle financière a démontré que la gestion des garanties bilatérales n'avait pas jusque-là réussi à empêcher l'accumulation du risque global dans le

¹³ Les modalités de l'annexe de soutien au crédit comprennent la fréquence du contrôle de l'exposition nette au risque de crédit, les montants de transfert minimaux, les seuils, les titres et les monnaies pouvant servir de garantie (et les taux de décote applicables), ainsi que les modalités de règlement des différends sur l'évaluation des positions.

marché des dérivés. Essentiellement, l'efficacité de la garantie bilatérale est tributaire de la capacité de chaque partie à concevoir des modèles de gestion du risque lui permettant de prévoir et de mesurer le risque de marché, un exercice de plus en plus difficile vu l'interdépendance et la complexité des marchés des dérivés de gré à gré.

2.2 Risque de transparence

La négociation des dérivés en bourse assure la transparence des mécanismes de formation des cours et de publication des données sur les opérations, tandis que les marchés des dérivés de gré à gré sont plus opaques. Ce manque de transparence nuit à la capacité des participants au marché d'établir adéquatement le prix des positions et d'évaluer le risque connexe, et à celle des organismes de réglementation de prévoir l'accumulation du risque dans le système.

Incidence du manque de transparence dans le marché

Les opérations sur dérivés de gré à gré étant habituellement négociées en privé, les participants au marché disposent généralement de peu d'information publique pertinente pour conclure de telles opérations. Ils n'ont même pas en main les éléments de base de l'information étendue que requiert l'évaluation du risque de défaillance de leurs contreparties.

Comme l'a démontré l'effondrement de Bear Stearns et de Lehman Brothers et la quasi-faillite d'AIG, le manque de transparence du marché peut tarir les sources de liquidité et dissuader les participants au marché de conclure entre eux des opérations. Les participants au marché ne pouvaient déterminer l'ampleur de l'exposition de leurs contreparties à ces entreprises. Cette situation a soulevé beaucoup d'incertitude quant à la solvabilité de tous et a perturbé les marchés du crédit en raison de l'interdépendance entre les institutions financières et leurs contrats.

En outre, le manque de transparence rend très difficile la formation des prix et nuit à la détermination du juste prix, surtout lorsque certains possèdent un avantage sur le plan de l'information. Certains facteurs, comme les notes de solvabilité, se sont parfois révélés de piètres indicateurs de la qualité du crédit en raison de la complexité grandissante des produits et de l'instabilité du marché, ce qui a obligé les parties à s'interroger sur les méthodes des agences de notation de crédit et à revoir leurs propres modèles d'évaluation du risque pour établir le prix d'une opération. Les prix et les écarts formés sur les marchés des dérivés de gré à gré peuvent influencer sur le calcul du prix d'autres instruments comme les obligations.

Incidence du manque de transparence pour les organismes de réglementation

L'opacité des marchés des dérivés peut également mener à des abus – manipulation des prix, délits d'initiés, accaparement du marché – difficiles à détecter en l'absence de données cumulatives du marché et de pistes de vérification complètes.

Qui plus est, cette opacité empêche les organismes de réglementation de surveiller et de prévoir l'accumulation des risques dans le marché et de s'occuper des problèmes possibles liés au risque systémique avant qu'ils ne déstabilisent le marché dans son ensemble. Durant la crise financière, alors que de grandes multinationales négociaient différents produits dérivés de gré à gré dans plusieurs pays, l'accumulation de positions massives à effet de levier dans des dérivés de gré à gré exotiques et complexes n'est apparue au grand jour que lorsque ces entités se sont retrouvées en difficulté.

Le manque d'information concernant les participants au marché des dérivés de gré à gré, leurs positions et leurs expositions, conjugué au manque d'information sur les types d'instruments négociés et leurs entités sous-jacentes ou de référence, restreignent la capacité des organismes de réglementation à prévoir l'accumulation des risques dans le système et à prendre les mesures appropriées pour gérer ces risques.

2.3 Risque systémique

Les risques exposés ci-dessus, à savoir le risque de contrepartie et le risque de transparence, illustrent l'énorme potentiel de risque systémique qui existe dans le marché des dérivés de gré à gré. L'interrelation des entreprises qui participent aux opérations sur dérivés, la nature mondiale de la négociation de dérivés de gré à gré et le grand nombre de contrats dérivés impliquent que la défaillance d'une partie importante, ou simplement l'abaissement de sa note, peut nuire à la solvabilité de ses contreparties, ce qui peut avoir un effet de contagion à d'autres marchés et à l'ensemble de l'économie.

Le sauvetage d'AIG en septembre 2008 est un cas où le risque de contrepartie inhérent à un marché des dérivés, celui des swaps sur défaillance, s'est transformé en risque systémique. La concentration de l'activité et du volume d'opérations entre les mains d'un nombre relativement restreint de courtiers et d'autres grands intervenants du secteur est un autre facteur d'aggravation du potentiel de risque systémique.

Le manque de transparence des marchés des dérivés alimente le risque systémique parce que :

- (i) les participants au marché ne peuvent évaluer précisément l'exposition de leurs contreparties;
- (ii) les organismes de réglementation ne peuvent relever les zones ou les marchés où il y a concentration du risque ou encore les entités ayant une importance systémique avant qu'il ne soit trop tard pour éviter un choc sur les marchés financiers.

Afin d'évaluer les zones de risque systémique dans la négociation des dérivés, les organismes de réglementation et de contrôle doivent disposer de l'information pertinente sur le marché des dérivés de gré à gré et sur le comportement des opérateurs les plus actifs.

2.4 Autres risques

Nous avons choisi de nous attarder sur le risque de contrepartie, le risque de transparence et le risque systémique, car il s'agit des types de risque les plus importants que la réglementation peut encadrer efficacement, comme on le verra plus loin dans le présent document. Mais ce ne sont pas les seuls. D'autres risques présents dans les autres marchés financiers sont également associés aux activités de négociation des dérivés de gré à gré.

Parmi ces autres risques, il existe un risque opérationnel propre à la négociation de dérivés de gré à gré, qui découle des pertes éventuelles attribuables à l'erreur humaine ou à une défaillance des systèmes et des contrôles de négociation. Le risque opérationnel se trouve aggravé par l'augmentation rapide des volumes d'opérations, la complexité croissante des nouveaux produits et l'arrivée sur le marché des dérivés de gré à gré de nouveaux opérateurs actifs, comme les fonds spéculatifs. Mentionnons également le risque de marché, c'est-à-dire le risque de fluctuation de la valeur d'un investissement sous

Réglementation des dérivés de gré à gré au Canada

l'effet des pressions du marché. Compte tenu de la complexité propre aux marchés des dérivés de gré à gré et de leur nature mondiale, les législateurs et les organismes de réglementation s'exposent également au risque de réglementation excessive ou insuffisante.

3. Compensation

Le débat opposant les tenants de la structure actuelle du marché des dérivés de gré à gré, qui fait appel à la compensation bilatérale et à la gestion du risque qu'elle entraîne, et ceux qui prônent un plus grand recours aux contreparties centrales soulève de nombreuses interrogations chez les divers intervenants du secteur. Cette rubrique expose les problèmes relevés par les organismes de réglementation à l'égard des processus actuels du marché, le but visé par une utilisation accrue des contreparties centrales, les motifs pour lesquels les organismes de réglementation demandent le pouvoir d'imposer le recours aux contreparties centrales, les diverses options d'utilisation des contreparties centrales par les participants au marché canadien des dérivés, et des questions relatives à la compensation soumises à la consultation publique.

3.1 Compensation bilatérale

Actuellement, les opérations bilatérales sur le marché des dérivés de gré à gré sont compensées par les deux parties contractantes. Habituellement, un agent d'évaluation désigné au contrat par les parties se charge des évaluations effectuées dans le cadre de la compensation.

Bien que les opérations effectuées sur le marché des dérivés de gré à gré soient conçues pour répondre aux besoins des contreparties, l'utilisation d'accords-cadres normalisés et d'annexes, assortis d'annexes de soutien au crédit taillées sur mesure, a eu pour effet de normaliser plusieurs aspects des contrats. Aux termes de ces accords-cadres, en cas de défaillance d'une partie, toutes les positions ouvertes sur dérivés et l'ensemble des gains et des pertes s'y rattachant prennent fin et sont compensés. La compensation avec déchéance du terme procure la certitude juridique que le liquidateur ou le syndic de faillite, en appliquant les lois du territoire, ne peut pas accepter une opération avantageuse ou refuser une opération désavantageuse. Les institutions financières qui souhaitent bénéficier des avantages de la compensation en vue d'un allègement des exigences de fonds propres doivent obtenir un avis juridique à l'appui de la compensation avec déchéance du terme.

Malgré la normalisation de certains aspects de la compensation bilatérale des contrats de gré à gré, « [TRADUCTION] le principal problème de la compensation bilatérale est la multiplication des contrats redondants et simultanés qu'elle a entraînée, ce qui exacerbe le risque de contrepartie et accroît la complexité et l'opacité des interdépendances au sein du système financier. La multiplication des contrats redondants s'explique par le fait que les parties ont l'habitude de conclure un nouveau contrat de sens inverse plutôt que de dénouer le contrat existant¹⁴ ».

3.2 Compensation par contrepartie centrale

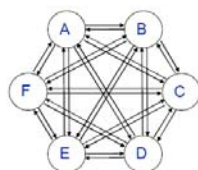
Même si les organismes de réglementation envisageaient déjà l'emploi des contreparties centrales pour compenser les opérations sur dérivés de gré à gré, les avantages de la compensation par contrepartie centrale sont devenus évidents au cœur de la crise financière. Le texte qui suit expose les problèmes auxquels se heurtent les organismes de réglementation et les motifs qui les incitent à vouloir mettre en place des mesures favorisant la compensation des dérivés par contrepartie centrale.

¹⁴ Fonds monétaire international, *Making Over-The-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties*, avril 2010, p. 2.

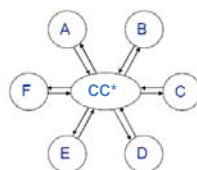
Le rôle de la contrepartie centrale est de s'interposer entre les contreparties aux opérations sur dérivés réalisées sur un ou plusieurs marchés, en devenant l'acheteur de chaque vendeur et le vendeur de chaque acheteur. Ce concept est illustré dans le diagramme intitulé « Compensation multilatérale » ci-après. (Le mécanisme de compensation actuel des dérivés de gré à gré est illustré dans le diagramme intitulé « Compensation bilatérale ».) La compensation multilatérale par contrepartie centrale est utilisée depuis longtemps par les bourses de dérivés et par quelques bourses et systèmes de négociation de valeurs mobilières.

• Compensation multilatérale

Compensation bilatérale



Compensation multilatérale



- Possibilité de réduire l'exposition globale dans le marché
- * Contrepartie centrale

15

Les contreparties centrales apportent également des efficacités juridiques et opérationnelles, comme le règlement des opérations, la gestion des garanties et la centralisation des règles et des mécanismes.

Une contrepartie centrale peut réduire les risques auxquels sont exposés les participants au marché en imposant à ces derniers des contrôles des risques plus rigoureux et, dans de nombreux cas, en procédant à la compensation multilatérale des opérations¹⁶. Elle tend également à améliorer la liquidité des marchés qui reçoivent ses services, car elle tend à limiter les risques pour les participants. Toutefois, elle concentre aussi les risques et la responsabilité de leur gestion. Il est donc essentiel, pour l'infrastructure des marchés concernés, que le contrôle des risques par la contrepartie centrale soit efficace et ses ressources financières, adéquates. Une mauvaise gestion des risques par la contrepartie centrale peut perturber les marchés, ainsi que d'autres composantes des systèmes de règlement des instruments négociés sur ces marchés. Ces dysfonctionnements peuvent, à leur tour, se propager aux systèmes de paiement et à d'autres systèmes de règlement. Les risques de perturbation des marchés de valeurs, des marchés de dérivés et des systèmes de paiement et de règlement amènent les autorités en valeurs mobilières et les banques centrales à s'intéresser de près à la gestion des risques des contreparties centrales¹⁷.

¹⁵ Dr. Jon Gregory: *Pros And Cons Of Central Counterparty Clearing*.

¹⁶ La réduction de l'exposition au risque de crédit des contreparties peut se traduire par une diminution plus marquée des fonds propres économiques ou réglementaires que celle que procurent la compensation bilatérale et la constitution d'une garantie bilatérale.

¹⁷ Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Banque des règlements internationaux, *Recommandations pour les contreparties centrales*, novembre 2004.

Lorsque la contrepartie centrale s'interpose, comme on l'indique ci-dessus, entre deux parties contractantes, la relation entre celles-ci est rompue. Étant donné que les deux nouveaux contrats se compensent mutuellement, la contrepartie centrale n'est pas exposée au marché, mais elle assume le risque de crédit des deux contreparties d'origine.

Les contreparties centrales emploient divers mécanismes d'atténuation du risque de crédit, comme les restrictions à l'accès, les outils de gestion du risque et la répartition des pertes. L'adhérent à une contrepartie centrale doit remplir des exigences de solvabilité et de capacité opérationnelle. Les outils de gestion du risque comprennent la compensation multilatérale des obligations relatives aux opérations et aux paiements, ainsi que les exigences en matière de garantie, appelées « marge initiale ». Généralement, le montant de la marge initiale est calculé d'après le scénario le plus défavorable selon lequel la contrepartie centrale hériterait d'une position défaillante¹⁸.

Une fois par jour, voire plusieurs fois par jour en période de volatilité, la marge initiale conservée par la contrepartie centrale est rajusté au pair suivant la variation estimative de la valeur marchande de la position. Le montant cumulatif des rajustements apportés à la marge initiale est appelé « marge de variation »¹⁹. De plus, la contrepartie centrale applique des mesures précises pour assurer l'exécution des obligations d'un adhérent défaillant.

Si le montant d'une perte sur défaillance excède la garantie déposée par l'adhérent défaillant, la contrepartie centrale prélève généralement la somme de l'excédent sur le fonds de garantie auquel tous les participants ont contribué. Si ce fonds est épuisé, la contrepartie centrale demande à l'ensemble de ses adhérents de lui verser des sommes additionnelles, puis recourt à un fonds de sécurité sous forme d'assurance ou de soutien bancaire consentis par un tiers. Cette procédure est généralement appelée « répartition des pertes ».

À l'heure actuelle, les contreparties centrales compensent surtout des contrats dérivés boursiers et certaines catégories de contrats dérivés de gré à gré assez fortement normalisés. Elles doivent posséder des compétences en gestion des risques suffisamment approfondies pour être en mesure d'évaluer le risque que représente le lancement d'un nouveau contrat et de réduire le risque de modèle. Sous la supervision de leur comité de gestion du risque, composé en grande partie d'adhérents, elles déterminent si un contrat dérivé se prête à la compensation. En ce moment, les bourses de dérivés offrent la possibilité de négocier des contrats dérivés lorsque leur contrepartie centrale a approuvé le produit et que l'organisme de réglementation a obtenu l'assurance que le produit respecte les obligations légales.

Les contreparties centrales appliquent des règles et des procédures qui assurent la transparence du mouvement des fonds, des méthodes d'évaluation et des mesures prises en cas de défaillance d'un adhérent. Elles offrent ainsi des chances égales à l'ensemble des adhérents.

¹⁸ *Ibid.*, rubriques 3.16 et 3.17.

¹⁹ Financial Economists Roundtable, *Statement on Reforming the OTC Derivatives Markets*, 29 juin 2010.

La compensation par contrepartie centrale permet également de centraliser la collecte des renseignements sur les grands participants au marché, les volumes de dérivés conclus, les entités qui concluent ces dérivés et les prix auxquels ils sont négociés²⁰.

3.3 Risques et préoccupations

Le Comité est d'avis que les organismes de réglementation devront établir des normes régissant les principes de gestion du risque, les critères d'adhésion, la réglementation et la certitude juridique, chaque contrepartie centrale ayant par ailleurs la latitude voulue pour adapter ses règles et exigences aux caractéristiques et aux risques propres à chaque type de dérivé. Ces normes seront transparentes et s'appliqueront à toutes les contreparties centrales exerçant leurs activités au Canada.

L'accroissement du recours aux contreparties centrales présente cependant certains risques et soulève certaines préoccupations, dont ce qui suit.

- (i) Indisponibilité du capital : des exigences de marge et de fonds propres trop strictes auraient pour effet de réduire la trésorerie qui serait autrement disponible pour financer les activités d'exploitation ou d'investissement et, dans le pire des scénarios, de raréfier la liquidité dans l'ensemble du marché. Les participants au marché seraient ainsi forcés soit de réaffecter certaines de leurs ressources pour satisfaire à des exigences considérables en matière de marges et de garanties, soit de cesser d'utiliser les dérivés pour couvrir leurs risques d'affaires. Cela pourrait se traduire par une internalisation du risque et une augmentation probable des frais d'exploitation.
- (ii) Gestion des garanties : les participants au marché ont actuellement la faculté de calculer le total de leurs marges et de leurs garanties en fonction de l'ensemble des positions qu'ils détiennent auprès d'un même courtier. Cette option de gestion des garanties offerte par les courtiers est difficilement transposable dans un système de contreparties centrales. Si une contrepartie centrale est structurée de façon à établir le montant des marges et des garanties requises position par position (plutôt que pour la position totale du participant) ou si le volume des opérations entre contreparties compensées par une contrepartie centrale est insuffisant pour refléter les positions nettes réelles de l'ensemble des engagements commerciaux, il y aura augmentation des coûts pour le participant au marché.
- (iii) Nivellement par le bas : la concurrence entre les contreparties centrales (qui, pour la plupart, sont des entreprises à but lucratif) pourrait avoir comme effet indésirable d'inciter les chambres de compensation à se livrer concurrence en concevant des modèles de risque qui fixent les garanties exigibles au plus bas niveau possible de manière à attirer des opérations. Les organismes de réglementation doivent établir des normes minimales acceptables au chapitre des risques afin de prévenir le nivellement par le bas.

²⁰ Adam Glass, *The regulatory drive towards central counterparty clearing of OTC credit derivatives and the necessary limits on this*, Capital Markets Law Journal, vol. 4, n° S1, juin 2009.

- (iv) Masse critique de participants : l'établissement d'une contrepartie centrale canadienne ne sera possible que si elle procure les avantages de la compensation multilatérale, ce qui suppose la participation massive des principaux participants au marché des dérivés.
- (v) Maximisation de l'efficacité : les organismes de réglementation s'interrogent sur l'opportunité d'établir une contrepartie centrale internationale pour chaque catégorie d'actif ou une contrepartie centrale gérant plusieurs catégories d'actifs, afin de maximiser l'efficacité de la compensation. Chaque modèle présente des avantages et des inconvénients pour les participants au marché.
- (vi) Accès des petits participants: les critères d'adhésion à une contrepartie centrale sont souvent très restrictifs et offrent l'accès aux grands participants seulement, surtout à l'échelle mondiale. Ces critères pourraient empêcher les participants de moindre envergure de participer directement aux compensations et les obliger à effectuer leur compensation par l'entremise de sociétés plus importantes, ce qui augmenterait leurs coûts et nuirait à leur compétitivité.
- (vii) Communication de l'information : certains grands participants au marché des dérivés bilatéraux du côté acheteur, qui souhaitent conserver la confidentialité de l'information concernant leurs opérations, pourraient être tenus de compenser leurs opérations et, de ce fait, de les divulguer indirectement, ce qui pourrait augmenter leurs coûts.
- (viii) Risque de modèle : les participants au marché qui utilisent des procédés et des évaluations complexes pour la gestion du risque sont exposés au risque de modèle de la contrepartie centrale. Ce risque se trouve d'ailleurs amplifié du fait que la contrepartie centrale applique le même modèle pour évaluer tous les adhérents. De plus, d'autres facteurs doivent être pris en compte pour évaluer la validité d'un modèle de calcul du risque et son utilité pour une contrepartie centrale, notamment l'incidence de l'application du modèle à une grande diversité d'adhérents ayant des objectifs différents.
- (ix) Évaluation : les marges posent également un défi en ce que la contrepartie centrale doit être en mesure d'établir le prix de règlement. Pour que le processus soit entièrement transparent, la contrepartie centrale, ou un fournisseur externe, doit effectuer des calculs complexes pour établir les prix de règlement, sans bénéficier de la même transparence que pour les dérivés boursiers ou échangés sur une plateforme électronique. De plus, la contrepartie centrale n'a pas nécessairement une vue d'ensemble du portefeuille de ses adhérents et, par conséquent, il pourrait lui être très difficile d'offrir des appels de marge sur portefeuille. Par exemple, un adhérent canadien pourrait avoir une position de compensation appréciable auprès d'une contrepartie centrale étrangère, mais la contrepartie centrale canadienne pourrait ne pas pouvoir prendre en compte cette position pour déterminer les exigences d'appel de marge au Canada. Les organismes de réglementation reconnaissent les avantages des appels de marge sur portefeuille; une contrepartie centrale mondiale ou une contrepartie centrale qui compense de multiples catégories d'actifs pourrait être la solution à ce problème.

Les questions de gouvernance et de propriété soulèvent de plus en plus de préoccupations vu la nécessité de gérer adéquatement et de façon continue l'ensemble des risques susmentionnés. Les

nombreux conflits d'intérêt inhérents devant être gérés, notamment lorsque les participants sont aussi propriétaires d'une contrepartie centrale, peuvent aussi donner naissance à un risque particulier, celui des comportements anticoncurrentiels. Les organismes de réglementation devront établir des normes d'autorisation, de supervision et de fonctionnement cohérentes à l'échelle mondiale.

3.4 Propositions internationales

Dans le cadre de ses travaux, le Comité a examiné la législation récemment adoptée aux États-Unis, le document publié par la Commission européenne et la législation adoptée au Japon afin de mieux comprendre le cadre réglementaire proposé dans ces ressorts territoriaux.

États-Unis

Le 21 juillet 2010, le président Obama a promulgué la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*²¹ (la « Loi Dodd-Frank »). La Securities and Exchange Commission (la « SEC ») et la Commodity Futures Trading Commission (la « CFTC ») des États-Unis doivent élaborer la réglementation qui précisera les détails du régime.

La législation rend obligatoire la compensation de la majorité des opérations de swaps²² et de swaps sur titres²³ (l'équivalent de contrats dérivés de gré à gré) par une chambre de compensation. Si la CFTC ou la SEC établit qu'un swap ou qu'une catégorie de swaps doit être compensé, le contrat en question doit être compensé, sauf exception²⁴.

Certaines exclusions prévoient que, si une contrepartie qui n'est pas une entité financière utilise un swap pour couvrir un risque commercial, ce swap n'a pas obligatoirement à être compensé, à condition que la contrepartie non financière avise la SEC ou la CFTC de la manière dont elle s'acquitte généralement de ses obligations financières liées au swap non compensé.

La CFTC et la SEC doivent régulièrement examiner tous les contrats de swap afin de déterminer si un contrat (ou un groupe ou une catégorie de contrats) doit être obligatoirement compensé. Il s'agit d'une tâche considérable pour les organismes de réglementation. De plus, les chambres de compensation doivent soumettre les swaps qu'elles prévoient accepter pour compensation à la CFTC ou à la SEC, qui déterminera si ces swaps doivent être obligatoirement compensés.

²¹ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub.L.III-203, H.R. 4173, [Loi Dodd-Frank], alinéa 721(a)(47), disponible en ligne : U.S. Government Printing Office, <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf>

²² Le terme « swap » est défini dans la Loi Dodd-Frank et désigne (sans s'y limiter) un large éventail de contrats, d'ententes ou d'opérations, notamment des options fondées sur d'autres taux, monnaies, marchandises, valeurs mobilières, instruments d'emprunt, indices, mesures quantitatives ou intérêts financiers ou économiques; il englobe les opérations qui prévoient l'achat, la vente, le paiement ou la livraison et qui dépendent de la survenance ou de la non-survenance d'une éventualité associée à des incidences financières, les opérations qui prévoient des paiements fondés sur un taux d'intérêt ou sur d'autres taux et les opérations qui sont généralement connues comme des swaps ou des contrats de swap. Pour consulter la définition complète, voir l'alinéa 721(a)(47) de la Loi Dodd-Frank, *Ibid.*

²³ La définition d'un « swap sur titres » (*security-based swap*) dans la Loi Dodd-Frank englobe toute opération fondée sur un indice sectoriel ou sur un seul titre ou prêt, et, par conséquent, couvre également les dérivés de crédit. Voir l'article 761 de la Loi Dodd-Frank (voir la note 21 ci-dessus).

²⁴ Voir l'article 723 de la Loi Dodd-Frank (voir la note 21 ci-dessus).

La Loi Dodd-Frank interdit également à la SEC et à la CFTC d'adopter « [TRADUCTION] des règles qui obligent une chambre de compensation de dérivés à inscrire pour compensation un swap, un groupe de swaps ou une catégorie ou un type de swaps si la compensation de ces dérivés risque de compromettre l'intégrité financière de cette chambre²⁵ ».

Cette interdiction suppose que la SEC ou la CFTC peut exiger d'une chambre de compensation, si cela ne compromet pas son intégrité financière, qu'elle compense un dérivé donné. La SEC ou la CFTC se trouverait ainsi à devoir établir le risque qu'un produit représente pour la chambre de compensation²⁶.

Enfin, la Loi Dodd-Frank exclut de la compensation les swaps qui ont été conclus avant sa promulgation, mais ces swaps doivent néanmoins être déclarés pour être admissibles à l'exclusion. De plus, la SEC et la CFTC doivent, au cours de la prochaine année, établir des règles régissant les questions abordées ci-dessus et destinées à prévenir le contournement des dispositions de compensation obligatoire de la Loi Dodd-Frank.

Europe

La Commission européenne considère que l'obligation de compensation imposée par le G20 doit viser les contrats compensables et estime qu'il faut plus que la simple normalisation pour qu'un contrat soit compensable. Dans un document publié en juin 2010, l'Union européenne indique qu'elle :

« [TRADUCTION] ...envisage un processus tenant compte de tous les aspects des risques liés à la compensation obligatoire. Ce processus devra fournir l'assurance que la compensation obligatoire des contrats dérivés de gré à gré permettra, en pratique, d'atteindre l'objectif final qui consiste à réduire le risque au sein du système financier, et non à l'accroître.

Pour ce faire, deux approches sont suggérées :

1) une approche ascendante selon laquelle une contrepartie centrale décide de compenser certains contrats et soumet sa proposition à l'autorité compétente. L'autorité compétente informe l'Autorité européenne des marchés financiers (l'« AEMF ») dès qu'elle approuve la compensation de ces contrats par la contrepartie centrale. L'AEMF décide ensuite si l'obligation de compensation s'applique à ces contrats;

2) une approche descendante selon laquelle l'AEMF, de concert avec le Conseil européen des risques systémiques, décide des contrats qui devraient éventuellement être assujettis à l'obligation de compensation, mais pour lesquels il n'existe pas encore de mécanismes de compensation. Les deux approches sont nécessaires puisque, d'une part, la responsabilité du respect de l'engagement du G20 ne peut être laissée entièrement aux organismes de

²⁵ *Ibid.*

²⁶ Le Comité ne croit pas que les organismes de réglementation devraient obliger une contrepartie centrale donnée à compenser un dérivé de gré à gré donné; la décision de compenser un dérivé de gré à gré ou une catégorie de dérivés de gré à gré doit plutôt revenir à la contrepartie centrale d'après ses modèles de risque, sous réserve de l'assurance réglementaire que toute décision de ne pas compenser un produit n'est pas prise pour des motifs anticoncurrentiels.

compensation et que, d'autre part, la pertinence de certains arrangements doit être vérifiée à l'échelle européenne avant que l'obligation de compensation ne prenne effet. »

Le 15 septembre 2010, la Commission européenne a publié un projet de règlement officiel visant les dérivés de gré à gré et les contreparties centrales, qui confirme l'approche susmentionnée. La Commission européenne indique les facteurs dont les organismes de réglementation doivent tenir compte pour établir s'il y a lieu de soumettre un contrat ou une catégorie de contrats à l'obligation de compensation. De plus, elle décrit les normes de fonctionnement, de gouvernance et d'atténuation des risques qui, à son avis, devraient s'appliquer à toutes les chambres de compensation.

L'obligation de compensation prévue dans le projet de règlement de la Commission européenne s'applique aux contrats de dérivés admissibles conclus entre deux contreparties financières. Conformément à ce projet de règlement, une contrepartie non financière pourrait être tenue à l'obligation de compensation (et à l'obligation de communiquer l'information à l'autorité compétente) si ses positions (sauf certaines couvertures) dépassent un seuil d'acceptabilité (à fixer par voie de normes réglementaires)²⁷.

Japon

En mai 2010, le parlement japonais a approuvé un projet de loi prévoyant le recours obligatoire à une chambre de compensation pour négocier certains dérivés de gré à gré, et devant entrer en vigueur au plus tard en 2012. Le projet de loi établit deux ensembles d'obligations visant à centraliser la compensation des dérivés de gré à gré en fonction du type de produit.

Les sociétés de placement et les banques sont tenues de compenser certains dérivés de gré à gré par l'entremise d'une institution de compensation japonaise, d'une institution de compensation japonaise agissant de concert avec une institution de compensation étrangère, ou d'une institution de compensation étrangère reconnue par les autorités japonaises.

Bien que cela ne soit pas précisé, on s'attend à ce que la première catégorie de dérivés de gré à gré visés sera celle des swaps de taux classiques (libellés en yens).

Les sociétés de placement et les banques sont tenues d'élaborer un mécanisme japonais de compensation centrale pour les dérivés dont les critères de compensation sont étroitement liés aux procédures de faillite prévues par la législation japonaise et dont le volume d'opérations au Japon dépasse un certain seuil. Par exemple, on envisage l'inclusion des swaps sur défaillance dont l'indice iTraxx Japan est le sous-jacent et, ultérieurement, celle des swaps sur défaillance référencés à une seule entité²⁸.

²⁷ Clifford Chance, International Swaps and derivatives Association, *Regulation of OTC derivatives markets, A comparison of EU and US initiatives*, septembre 2010.

²⁸ Atsumi & Partners, *Japan moves to centralize clearing of OTC derivatives*, PLC Global Finance update for April 2010, mai 2010.

3.5 Contexte canadien

Si les contreparties centrales internationales ne se dotaient pas de la capacité de compenser des dérivés de gré à gré libellés en dollars canadiens ou propres au Canada ou si une proportion importante des participants au marché canadien n'avait pas accès à de telles contreparties centrales internationales selon des modalités raisonnables, il faudrait nécessairement envisager une ou plusieurs solutions canadiennes²⁹.

Les contreparties centrales peuvent soit compenser une catégorie particulière de swaps ou de dérivés de gré à gré, soit permettre la compensation de plusieurs catégories de ces types d'instruments. Même si l'on peut soutenir qu'une contrepartie centrale internationale unique pour chaque catégorie de dérivés de gré à gré pourrait constituer une solution, la compensation de catégories d'actifs multiples présente de plus grands avantages dans certains cas. Une contrepartie centrale canadienne unique qui compenserait des catégories d'actifs multiples pourrait fournir des services de compensation efficaces, réduire en partie le fardeau que représentent pour les participants canadiens les exigences de marge des multiples contreparties centrales et faciliter l'instauration d'un régime réglementaire canadien pour les activités des contreparties centrales. Malgré les avantages que représente une contrepartie centrale canadienne compensant des catégories d'actifs multiples, le succès d'un mécanisme de compensation, à moindre coût, repose sur sa capacité à réunir des liquidités suffisantes. Dans le contexte canadien, une analyse plus poussée s'impose pour démontrer qu'une contrepartie centrale canadienne spécialisée dans un seul produit ou dans des catégories d'actifs multiples parviendrait à réunir des liquidités suffisantes.

Si une telle contrepartie centrale canadienne voyait le jour, elle serait assujettie à la réglementation du ou des territoires où elle exerce ses activités. Ce modèle est similaire au cadre de surveillance des bourses de valeurs canadiennes.

Le Comité a recueilli des opinions sur les contreparties centrales dans le cadre de tables rondes organisées à Montréal, à Calgary et à Toronto avec des entités qui concluent des dérivés avec des intermédiaires financiers (les « utilisateurs finaux »). Au cours des tables rondes, les remarques suivantes ont été formulées :

- Les utilisateurs finaux qui participent au marché s'opposent au concept de la compensation par contrepartie centrale pour leurs propres opérations.
- L'une des principales inquiétudes des utilisateurs finaux est l'incidence de la compensation obligatoire sur le fonds de roulement de leur entreprise. Les utilisateurs finaux qui ne sont pas des entités financières disposent d'un fonds de roulement limité pour exercer leurs activités. Les fonds propres qu'ils seraient obligés de donner en garantie d'opérations sur dérivés destinées à couvrir leurs risques commerciaux ne pourraient pas servir aux activités d'exploitation. Aussi, ils font remarquer que l'obligation de compensation pourrait forcer une entreprise à choisir entre la couverture de ses risques et l'affectation de ses fonds propres à ses activités d'exploitation.

²⁹ Il se pourrait par exemple que les dérivés libellés en dollars canadiens, comme les swaps sur indices obligataires ou les swaps de taux libellés en dollars canadiens, ne soient pas admis à la compensation par une contrepartie centrale internationale.

- Les participants aux tables rondes ont également souligné la nécessité de prévoir, dans le cadre des réformes, un montant maximal de compensation afin de réduire l'incidence des exigences de garantie sur des contrats individuels. Par ailleurs, ils ont dit préférer que les exigences de garantie soient calculées sur la position globale d'un participant au marché plutôt que sur chaque contrat individuellement.
- Certains participants ont dit craindre qu'une contrepartie centrale n'augmente les risques auxquels sont exposées leurs activités, étant d'avis que leurs compétences en gestion des risques surpassent celles d'une contrepartie centrale. Ces connaissances leur laissent la latitude nécessaire pour gérer leur risque de contrepartie et leur procurent un avantage concurrentiel. La compensation obligatoire leur ferait perdre la possibilité de choisir leurs contreparties et de gérer leur exposition à la contrepartie centrale, puisqu'ils seraient tous tenus de suivre un modèle de risque unique.
- La plupart des sociétés qui participent au marché des dérivés de gré à gré le font pour couvrir leurs risques. En d'autres termes, elles prennent des mesures pour atténuer ou neutraliser les risques financiers découlant de leurs activités. Les participants ont signalé que les réformes réglementaires pourraient les empêcher d'utiliser la comptabilité de couverture du fait que la normalisation accrue des dérivés de gré à gré entraînerait une multiplication des asymétries (par exemple, à l'égard des dates d'échéance) entre le risque couvert et le dérivé de couverture. La comptabilité de couverture vise à rendre compte des résultats des activités de couverture, en particulier celles faisant appel à des dérivés, en présentant l'effet du dérivé et le risque couvert dans la même période. La comptabilité de couverture « [TRADUCTION] permet d'éviter une grande partie de la volatilité susceptible de découler des gains et des pertes sur les dérivés qui seraient constatés dans l'état des résultats si les principes comptables étaient appliqués normalement³⁰. » Les opérations sur dérivés de gré à gré taillées sur mesure facilitent les activités de couverture, car les dérivés sont créés expressément pour couvrir un actif ou un passif donné.
- Les participants ont fait connaître leurs inquiétudes sur l'accès à la contrepartie centrale qui serait offert aux nouveaux utilisateurs et à ceux de moindre envergure, sur l'accès aux renseignements recueillis par les contreparties centrales et sur la possibilité qu'il y ait arbitrage réglementaire s'il y avait deux contreparties centrales, l'une canadienne et l'autre internationale.
- Dans l'ensemble, les participants se demandent si les contreparties centrales conviennent aux utilisateurs finaux, compte tenu des coûts associés à la structure des contreparties centrales et de la crainte que les intermédiaires financiers ne fassent porter sur les utilisateurs finaux la hausse des coûts de compensation ou les exigences en fonds propres plus élevés pour les opérations non compensées.

³⁰ PricewaterhouseCoopers International Limited, *International Financial Reporting Standards, IAS 39 – Achieving hedge accounting in practice*, décembre 2005.

3.6 Options

Le Comité a examiné les deux options générales suivantes :

- a. l'obligation généralisée de compenser tous les dérivés de gré à gré;
- b. l'obligation de ne compenser que les opérations sur dérivés susceptibles de compensation, comme les dérivés normalisés, qui ont une liquidité suffisante et ne compromettent pas le modèle de risque de la contrepartie centrale.

Quelle que soit l'option retenue, pour respecter les engagements du G20, il faudra modifier la législation de manière à rendre obligatoire la compensation des dérivés de gré à gré qui n'en sont pas dispensés, et les organismes de réglementation devront avoir le pouvoir réglementaire de mettre en œuvre le régime afin d'éviter l'arbitrage réglementaire.

La première option consiste à exiger la compensation de tous les dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale et à accorder une dispense générale dans les cas où l'organisme de réglementation compétent estime que la compensation par contrepartie centrale ne convient pas. Cette option pourrait obliger les ACVM à définir les dispenses avant même l'établissement de normes internationales. Elle présuppose que l'opération se prête à la compensation, réduit la marge de manœuvre des organismes de réglementation et n'indique pas d'emblée et avec certitude au secteur les contrats qui doivent être compensés.

Selon les deux options, les autorités en valeurs mobilières pourraient accorder une dispense de compensation aux utilisateurs finaux qui sont des sociétés non financières et qui négocient des dérivés de gré à gré uniquement à des fins de couverture. L'on répondrait ainsi aux vives inquiétudes exprimées par les participants aux tables rondes de voir la compensation obligatoire engendrer des coûts pour les utilisateurs finaux dont les contrats ouverts (servant à la couverture uniquement) ne posent pas de risque systémique particulier. La dispense pourrait ne pas être ouverte aux utilisateurs finaux qui sont des sociétés non financières et qui sont d'importance systémique d'après les organismes de réglementation; ces derniers doivent effectuer une analyse approfondie de la question et consulter les participants au marché canadien des dérivés de gré à gré.

La deuxième option consiste à rendre obligatoire la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré qui sont jugés compensables et susceptibles de compensation. Il s'agit de l'approche retenue dans la Loi Dodd-Frank, selon laquelle les organismes de réglementation sélectionneraient les dérivés de gré à gré qui sont compensables et susceptibles de compensation. Ce processus tiendra compte de facteurs comme le degré de normalisation du contrat, le montant notionnel, la liquidité des dérivés négociés, les compétences et les ressources opérationnelles en compensation disponibles et l'atténuation des risques. Les organismes de réglementation devraient fixer des règles anti-évitement pour que les contrats dérivés de gré à gré ne soient pas modifiés intentionnellement dans le but d'échapper à la compensation obligatoire.

Quelle que soit l'option choisie, l'obligation de compensation faite aux contreparties leur laisse le soin de choisir l'organisme de compensation, sous réserve de l'approbation réglementaire de la contrepartie centrale. Il faudra conférer aux organismes de réglementation le pouvoir de rendre la compensation

obligatoire même en l'absence d'une contrepartie centrale locale, ainsi que la capacité de reconnaître ou de désigner une contrepartie centrale étrangère. La reconnaissance ou la désignation d'une contrepartie centrale serait subordonnée à certains critères, comme les modèles de gestion des risques et d'accès utilisés et les ententes d'échange de renseignements conclues, permettant aux organismes de réglementation de surveiller l'activité du marché et d'enquêter sur d'éventuelles infractions aux lois. Étant donné que des contreparties centrales de territoires différents offrent des services de compensation pour des dérivés de gré à gré similaires, les organismes de réglementation devront analyser de manière plus poussée les risques que pose l'interopérabilité³¹ entre les contreparties centrales et les façons de réduire ces risques par la réglementation et par la coopération internationale.

Les options possibles quant à l'emplacement et au type de contrepartie centrale pour le marché des dérivés canadiens sont les suivantes :

- établissement et utilisation d'une contrepartie centrale canadienne à catégories d'actifs multiples – la hausse marquée de la demande de garanties ou de marges pour les opérations sur dérivés compensées par contrepartie centrale incite les intervenants du secteur à rechercher des solutions plus économiques; l'existence d'une contrepartie centrale compensant de multiples catégories d'actifs pourrait ouvrir des possibilités de compensation et éviterait aux participants de devoir déposer des marges auprès de plusieurs contreparties non interreliées;
- accès à une contrepartie centrale internationale à catégories d'actifs uniques et/ou multiples, assorti d'exigences de garantie supplémentaires pour les opérations non compensées qui ne sont pas compensables par une chambre internationale – en l'absence d'un mécanisme canadien, les participants au marché devront se tourner vers les contreparties centrales internationales capables de compenser leurs opérations qui, autrement, entraîneraient des exigences de fonds propres plus strictes;
- 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 – suivant cette option, les positions et les marges seraient interreliées pour réaliser des efficiences dans la compensation; il faudrait veiller à ce que les interrelations n'augmentent pas significativement les risques pour les marchés financiers canadiens et leurs participants et à ce que les nouveaux risques qu'elles feraient naître soient atténués, gérés et surveillés adéquatement.

3.7 Recommandations

Le Comité recommande la compensation obligatoire, selon la deuxième option décrite ci-dessus, des opérations sur dérivés de gré à gré qui sont jugées compensables. Il faudra approfondir cette question pour déterminer si les organismes de réglementation devraient prendre l'initiative d'examiner tous les contrats dérivés de gré à gré (ou toutes les catégories de contrats) ou uniquement les contrats soumis à leur examen par les chambres de compensation de dérivés. Comme il a déjà été mentionné, les

³¹ L'« interopérabilité » des contreparties centrales s'entend généralement de la capacité que possède un système (dans le cas présent, une contrepartie centrale) à fonctionner conjointement avec d'autres systèmes (d'autres contreparties centrales) dans le cadre d'une entente prévoyant l'échange d'opérations entre les systèmes.

principaux intervenants du secteur financier se sont engagés envers leurs organismes de réglementation à rehausser le degré de normalisation des opérations sur dérivés de gré à gré et à adopter graduellement la compensation par contrepartie centrale dans la mesure du possible. Cet exercice, qui constitue un point de départ pour les organismes de réglementation et les intervenants du secteur, visera d'abord les opérations entre courtiers et les opérations de gros. Par la suite, une analyse des données enregistrées dans les référentiels centraux de données et des mesures prises simultanément à l'étranger permettra aux organismes de réglementation d'établir des paramètres précis sur l'application future de la compensation obligatoire.

De l'avis du Comité, les participants au marché canadien des dérivés de gré à gré ne devraient pas tous être tenus à la compensation obligatoire. Il faudra comparer les avantages de la compensation par contrepartie centrale aux inconvénients qu'elle poserait aux petits participants sans importance systémique, comme les utilisateurs finaux qui sont des sociétés non financières. Les organismes de réglementation établiront les critères d'obtention d'une dispense, mais l'entité qui en fait la demande pourrait être tenue de leur fournir des renseignements détaillés sur ses méthodes d'atténuation des risques et leur démontrer qu'elle applique les meilleures pratiques qui ont cours dans le secteur, comme l'indique la Loi Dodd-Frank.

Il faudra approfondir l'examen de la question et recueillir de plus amples informations avant de pouvoir formuler une recommandation sur l'opportunité d'établir un mécanisme de compensation canadien ou de recourir aux services d'une contrepartie centrale internationale. Les ACVM croient en l'importance de choisir la meilleure solution pour les marchés canadiens dans leur ensemble et sollicitent la collaboration de toutes les parties intéressées pour assurer le succès de cette entreprise, quel que soit le lieu de la contrepartie centrale.

Questions :

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?
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 centrale internationale à catégories d'actifs uniques et/ou multiples, assorti 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.
3. Chacun des marchés de dérivés canadiens (actions, taux d'intérêts, 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?
 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?
 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?

4. Référentiels centraux de données

Un référentiel central de données recueille et conserve en un point central les registres des opérations sur dérivés de gré à gré, et offre ainsi une source centrale de données sur les transactions et les positions³² à l'égard d'un marché de dérivés de gré à gré en particulier. Il recueille les données sur les transactions ayant fait l'objet d'une compensation centralisée ou bilatérale qui ont été saisies par les parties à ces opérations. D'autres infrastructures de marché ou fournisseurs de services qui tiennent un registre central des données sur les contrats dérivés de gré à gré peuvent également faire office de référentiel central de données³³. Des données de différents types peuvent être recueillies, notamment le nombre de contrats en cours, la taille de l'encours des positions sur un contrat dérivé en particulier et l'exposition des parties concernées³⁴.

Les référentiels centraux de données peuvent améliorer la transparence sous divers aspects (expliqués plus en détail ci-dessous), c'est-à-dire :

- (i) accroître la transparence du marché, en diffusant périodiquement dans le public des données globales sur les positions ouvertes (par exemple, la valeur notionnelle totale des dérivés de crédit en circulation libellés en dollars canadiens) et les volumes d'opérations³⁵;
- (ii) accroître la transparence post-négociation (par exemple, en publiant de l'information sur les cours des dérivés de gré à gré déclarés);
- (iii) accroître la transparence réglementaire en fournissant aux organismes de réglementation des rapports périodiques et en leur permettant d'obtenir l'information par des demandes ponctuelles (par exemple, pour faire appliquer la loi).

Dans le cadre de son engagement à renforcer la surveillance réglementaire des marchés de dérivés de gré à gré, le G20 a déclaré que « les contrats dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données (« trade repositories »). ».

Il est permis d'avancer que les référentiels centraux de données, de même que la disponibilité et la transparence des données sur les opérations qu'ils procurent aux organismes de réglementation et au public, constituent la composante la plus importante de la réforme de la réglementation sur les dérivés de gré à gré. La récente crise financière a mis en évidence un manque prononcé de transparence sur les marchés de dérivés de gré à gré³⁶. Les organismes de réglementation ne peuvent pas évaluer les risques

³² Une « transaction » s'entend d'une relation économique unitaire distincte entre deux contreparties qui peut être représentée par un contrat unique. Les transactions peuvent être considérées comme des unités qui, une fois regroupées, forment une position. Une « position » s'entend d'un ensemble de transactions regroupées. Les organismes de réglementation devront avoir accès aussi bien aux rapports de transactions qu'aux rapports de positions dans les référentiels centraux de données.

³³ Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, *Trade Repositories in the European Union*, septembre 2009.

³⁴ Chambre des lords, *The future of regulation of derivatives markets: is the EU on the right track? – Report with Evidence*, 31 mars 2010, p. 22.

³⁵ Rapport consultatif du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs intitulé *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets*, mai 2010, p. 7.

³⁶ *Ibid.*, p. iii.

potentiels liés aux opérations sur dérivés conclues par des participants au marché ayant une importance systémique s'ils ne peuvent pas accéder à des données à la fois globales et individuelles sur les opérations conclues par l'ensemble des entités canadiennes qui participent au marché des dérivés et sur les opérations sur dérivés qui comportent une position importante dans une même entité de référence canadienne.

Un accès en temps opportun aux données recueillies par les référentiels centraux de données permettrait aux autorités en valeurs mobilières du Canada de surveiller la concentration des positions des participants au marché, de détecter les éventuelles manipulations du marché et de participer à la réalisation d'une analyse du risque systémique dans le marché. Les référentiels centraux de données font aussi partie des éléments fondamentaux des propositions que d'autres pays ont formulées pour respecter les engagements pris dans le cadre du G20. Les données recueillies par ces référentiels seront nécessaires, par exemple, pour déterminer si tel ou tel dérivé de gré à gré est candidat à une compensation centralisée obligatoire. En outre, aux États-Unis, les données sur les opérations individuelles ou sur les positions nettes sur dérivés de chaque entité seront nécessaires pour déterminer si des limites de position doivent être fixées ou, lorsque des limites ont été fixées, si elles ont été atteintes.

La publication de données globales sur les positions et les règlements par les référentiels centraux de données accroîtra la transparence post-négociation et pourrait constituer un facteur important dans l'établissement des cours en l'absence d'activités de négociation boursière (c'est-à-dire par référence à des contrats inscrits comparables). Les référentiels centraux de données peuvent contribuer à promouvoir la normalisation et à améliorer la qualité des données sur les opérations sur dérivés de gré à gré en normalisant la forme que doit prendre la déclaration des opérations à un référentiel. De plus, selon la structure du référentiel, les données qu'il contient pourraient être utilisées comme avis d'exécution officiel d'une opération et pour toutes les étapes subséquentes du traitement de l'opération³⁷.

4.1 Efforts internationaux concernant les référentiels centraux de données

Les organismes de réglementation de partout dans le monde s'emploient à encourager l'établissement de référentiels centraux de données et à rendre obligatoire la déclaration de toutes les positions sur dérivés de gré à gré à ces référentiels. Le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont publié un rapport consultatif intitulé *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets* (le « rapport CSPR-OICV »). Le rapport CSPR-OICV contient des directives sur les normes internationales applicables aux référentiels centraux de données et énonce douze facteurs à prendre en compte dans la gestion et la surveillance des référentiels. Voilà autant de points qui méritent réflexion dans le contexte canadien et qui devraient servir de fondement aux exigences relatives à la surveillance réglementaire des référentiels centraux de données.

La Loi Dodd-Frank prévoit des dispositions visant la déclaration obligatoire des opérations sur dérivés aux référentiels centraux de données. Elle exige que toutes les opérations sur dérivés de gré à gré soient

³⁷ *Ibid.*, p. 1

déclarées à un référentiel de swap et de swap sur titres inscrit³⁸. De plus, elle prévoit la déclaration en temps réel des opérations sur dérivés de gré à gré dont la déclaration est obligatoire³⁹. Les opérations sur swap non compensées pour lesquelles il n'existe pas de référentiel doivent être déclarées à la CFTC ou à la SEC. Les référentiels centraux de données de swaps et de swaps sur titres qui acceptent ces données doivent être inscrits auprès de la CFTC ou de la SEC et seront soumis à des inspections et des examens⁴⁰. En vertu de la Loi Dodd-Frank, un organisme de compensation de dérivés peut être inscrit à titre de référentiel central de données. Les référentiels centraux de données de swaps et de swaps sur titres devront désigner un chef de la conformité et respecter certains principes essentiels énoncés dans la Loi Dodd-Frank relativement aux pratiques antitrust, aux conflits d'intérêts et à la gouvernance⁴¹.

La réglementation proposée par l'Union européenne contient des dispositions similaires. Les contreparties financières seraient tenues de déclarer à un référentiel central de données enregistré le détail de tous leurs contrats sur dérivés de gré à gré⁴². Tout comme dans le cas de l'obligation de compensation proposée par la réglementation de l'Union européenne, les contreparties non financières n'auraient à déclarer leurs contrats sur dérivés de gré à gré que si leurs positions excèdent un certain seuil établi par les organismes de réglementation⁴³. La réglementation proposée confère à l'Union européenne le pouvoir de déterminer le format et la fréquence des déclarations au référentiel central de données⁴⁴. Bien que la réglementation proposée autorise l'enregistrement de référentiels centraux de données établis dans la communauté européenne uniquement, l'AENF pourra néanmoins reconnaître des référentiels de pays tiers à condition qu'ils soient assujettis à des règles similaires et à une surveillance appropriée de la part de leur pays d'accueil⁴⁵. Les référentiels centraux de données enregistrés seraient tenus à des obligations organisationnelles et opérationnelles ainsi qu'à des dispositions assurant la sécurité et la transparence des données⁴⁶.

Tables rondes des utilisateurs finaux organisées par le Comité des ACVM sur les dérivés

Les participants au marché se sont dits ouverts à l'idée que les organismes de réglementation locaux obtiennent de l'information sur leurs opérations sur dérivés de gré à gré. Ils étaient toutefois soucieux de savoir qui aurait la responsabilité de déclarer l'information et où celle-ci serait stockée.

Le concept de référentiel central de données a également soulevé des questions quant à savoir qui serait propriétaire des données et qui pourrait y accéder. En effet, les données particulières à une opération fournies par un participant pourraient être utilisées contre celui-ci si elles tombaient entre les mains de concurrents ou d'autres participants au marché. Par exemple, certains intervenants importants craignaient que l'on analyse leurs opérations pour les copier ou s'en inspirer en raison de leur taille, tandis que d'autres étaient d'avis que les données ne devraient être accessibles que dans des cas précis

³⁸ Loi Dodd-Frank, note 21 plus haut, articles 727 et 763.

³⁹ *Ibid.*

⁴⁰ *Ibid.*, articles 728 et 763.

⁴¹ *Ibid.*

⁴² *Proposition du parlement européen et du conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, Bruxelles, COM(2010) 484/5 –2010/0250 (COD), article 6, paragraphe 1.

⁴³ *Ibid.*, article 7, paragraphe 1.

⁴⁴ *Ibid.*, article 6, paragraphe 5.

⁴⁵ *Ibid.*, article 63, paragraphe 2.

⁴⁶ *Ibid.*, Titre VI.

et pour des raisons justifiées, et ce, même par les gouvernements et les organismes de réglementation, puisque certains concurrents sont des sociétés d'État ou des organismes publics. Il a été clairement exprimé qu'il faut éviter de rendre publique de l'information à partir de laquelle on pourrait tirer des conclusions sur les positions d'un participant au marché. Que le référentiel central de données soit situé au Canada ou ailleurs n'était pas un sujet de préoccupation, pourvu que les autres questions soient résolues.

Le Groupe consultatif sectoriel soutien l'établissement et l'utilisation de référentiels centraux de données sur dérivés de gré à gré conclues par les participants au marché canadiens⁴⁷.

4.2 Options pour les référentiels centraux de données – Structure et délai de communication de l'information

Sur le plan de la structure, l'une des options consiste à établir un référentiel central de données mondial unique pour chaque catégorie d'actifs auquel tous les organismes de réglementation auraient accès. On éviterait ainsi la dispersion des données recueillies et on procurerait aux organismes de réglementation une bien meilleure vue d'ensemble des risques systémiques créés par les participants au marché.

Le regroupement des données dans un seul référentiel central de données pour chaque catégorie d'actifs aurait cependant comme corollaire de concentrer le risque opérationnel, ce qui mérite d'être pris en considération, outre les questions de droit interterritorial que cela pourrait soulever⁴⁸. Par ailleurs, la question de savoir si les données recueillies dans un tel référentiel seront facilement accessibles pour les organismes de réglementation canadiens et si elles pourraient ou devraient être rendues publiques reste à résoudre.

Dans le contexte actuel, il semble plus réaliste d'envisager que des données sur les opérations provenant de sources multiples soient acheminées à un référentiel canadien qui agirait pour le compte des autorités en valeurs mobilières. Si, en conséquence de l'évolution mondiale de la réglementation et du marché dans ce domaine, les données sont collectées par plusieurs référentiels et contreparties centrales, il faudra vraisemblablement établir un référentiel canadien qui recueillera et regroupera toutes les données disponibles concernant certaines catégories d'actifs. Cette éventualité pourrait se révéler plus coûteuse et moins efficace qu'un référentiel mondial unique, mais elle réglerait la question de la concentration du risque opérationnel, permettrait de conserver les données sous la supervision directe d'une autorité en valeurs mobilières canadienne et pourrait faciliter la publication de données particulières, au besoin. Un tel référentiel pourrait également s'avérer nécessaire si aucun des référentiels existants n'accepte certaines opérations canadiennes.

La multiplicité des référentiels centraux de données pose le problème du traitement de données non regroupées. Une solution technologique permettant de regrouper les données sur les opérations stockées séparément à différents endroits rehausserait grandement la capacité des autorités en valeurs mobilières canadiennes à surveiller les marchés de dérivés.

⁴⁷ Groupe consultatif sectoriel sur les dérivés de gré à gré, *Policy Paper: Developments in the Canadian Over-the-Counter Derivatives Markets*, p. 20.

⁴⁸ Voir la note 6.

Quant à la question de rendre obligatoire la communication en temps réel des données sur les opérations sur dérivés, le Groupe consultatif sectoriel a recommandé d'accorder initialement un délai d'au moins un jour entre la date de l'opération et sa déclaration au référentiel central de données, compte tenu des capacités actuelles des systèmes d'information sur les opérations. Le Comité est d'avis qu'un tel délai réduirait l'efficacité du régime d'information et que la communication en temps réel est l'objectif optimal. Le Groupe consultatif sectoriel a indiqué que la communication des opérations en temps réel nécessiterait des changements dans la technologie et les systèmes qui pourraient prendre des années à réaliser⁴⁹.

4.3 Recommandations

(1) Nous applaudissons les efforts du secteur financier pour établir et utiliser des référentiels centraux de données ou des contreparties centrales agissant en cette qualité pour certaines catégories de dérivés de gré à gré. Toutefois, pour atteindre les objectifs énoncés précédemment et pour s'adapter aux changements opérés dans ce domaine à l'échelle internationale, nous recommandons d'introduire dans la législation en valeurs mobilières provinciale canadienne le pouvoir d'obliger les contreparties canadiennes à déclarer toutes les transactions et toutes les positions sur dérivés à un référentiel central de données.

(2) D'autres modifications législatives seront nécessaires pour autoriser la reconnaissance ou l'inscription d'un référentiel central de données et pour permettre aux organismes de réglementation d'accéder aux données déclarées et clarifier certaines questions de confidentialité concernant les échanges d'information entre les référentiels et les organismes de réglementation, y compris ceux de l'étranger. L'ISDA a proposé un libellé législatif aux autorités de l'Union européenne à cet égard. En ce qui concerne les référentiels situés à l'extérieur du Canada, les différents organismes de réglementation au Canada et à l'étranger devront établir des protocoles d'entente, afin d'assurer un accès adéquat aux données sur les opérations se rapportant à des intérêts canadiens. Les autorités membres des ACVM devront pouvoir accéder à l'information contenue dans tout référentiel central de données qui se rapporte aux parties à des opérations sur dérivés réalisées dans leurs territoires ou qui a un rattachement pertinent avec leurs territoires par l'entité de référence du sous-jacent.

Les ACVM continueront de participer aux efforts de coopération internationale visant à établir un cadre d'échange de données sur les dérivés entre organismes de réglementation.

(3) Le Comité recommande que tous les facteurs énoncés sous la rubrique « Efforts internationaux concernant les référentiels centraux de données » ci-dessus soient pris en compte dans la surveillance et la gestion réglementaires des référentiels de données.

(4) Dans l'hypothèse où il n'y aurait pas de référentiel mondial unique pour chaque catégorie d'actifs, le Comité estime qu'il pourrait être utile de lancer un appel de propositions pour encourager le secteur à élaborer un consolidateur de données⁵⁰ qui recueillerait des données sur les opérations auprès

⁴⁹ Voir la note 47.

⁵⁰ Certains fournisseurs indépendants remplissent déjà ces fonctions en recueillant des rapports d'opérations et de positions auprès de diverses sources et en fournissant ces données aux référentiels centraux de données et aux contreparties centrales.

de multiples référentiels centraux de données pour les autorités en valeurs mobilières canadiennes. La capacité de regrouper des données provenant de sources diverses (par exemple plusieurs contreparties centrales et référentiels) répondrait à certains problèmes liés à l'inexistence d'une source unique d'information par catégorie d'actifs tout en atténuant le potentiel de multiplication des sources de données pour les organismes de réglementation, ce qui accroîtrait la fréquence et l'efficacité de la surveillance du marché.

(5) Il serait prématuré de recommander un délai précis pour la déclaration des opérations sur dérivés à un référentiel central de données. Nous surveillerons l'évolution du marché et de la réglementation pour déterminer quelles devraient être les exigences à cet égard. Le Comité est d'avis qu'en définitive, la communication de l'information en temps réel devrait être obligatoire.

(6) En ce qui concerne les opérations sur dérivés conclues entre un intermédiaire financier et un intermédiaire non financier, nous recommandons que ce soit l'intermédiaire financier qui ait l'obligation de déclarer la transaction à un référentiel central de données, à moins qu'elle ne soit compensée, auquel cas la contrepartie centrale a) sera tenue de la déclarer à un référentiel central de données, b) stockera directement les données en tant que référentiel central de données ou c) transmettra les données aux organismes de réglementation, qui s'occuperont eux-mêmes de les regrouper⁵¹.

(7) La recommandation ci-dessus vaut également pour les transactions compensées entre intermédiaires financiers. Quant aux transactions non compensées, chaque intermédiaire financier devrait être tenu de les déclarer.

(8) En ce qui concerne les opérations sur dérivés conclues entre des intermédiaires non financiers, nous recommandons que les deux intermédiaires aient l'obligation de les déclarer à un référentiel central de données. Dans le cas des opérations compensées, nous recommandons d'appliquer aux intermédiaires non financiers les mêmes options que celles que nous proposons ci-dessus au sujet des intermédiaires non financiers.

(9) Si les transactions ne pouvaient être déclarées à un référentiel central de données auquel les autorités provinciales en valeurs mobilières auraient accès, il conviendrait d'établir un référentiel canadien. Ce référentiel devrait être assujéti à la surveillance de l'autorité en valeurs mobilières compétente⁵². Si le secteur financier n'élabore pas une telle solution par lui-même, nous devons envisager une solution réglementaire. Dans l'intervalle, on devrait envisager d'exiger la déclaration des opérations à l'autorité en valeurs mobilières canadienne compétente.

(10) Il faudra approfondir l'examen de certaines autres questions soulevées par la création et l'utilisation de référentiels centraux de données, notamment :

- (i) la propriété des données compilées dans le référentiel;
- (ii) les mesures de protection à prendre au sein d'un organisme ou d'entités apparentées dans l'échange de données entre des parties potentiellement en conflit d'intérêts;

⁵¹ Financial Services Authority et HM Treasury, *Reforming OTC Derivatives Markets – A UK Perspective*, p. 24.

⁵² Suivant le modèle de l'autorité principale que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont mis au point pour les organismes d'autoréglementation et les bourses.

- (iii) le type de données éventuellement publiées;
- (iv) si des données sont publiées, les mesures à prendre pour protéger l'information exclusive ou sensible concernant les parties aux opérations ou leurs stratégies.

Questions :

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?
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?
3. Quels obstacles empêchent actuellement la déclaration des données en temps réel à un référentiel central de données?
4. Quels renseignements devraient être rendus publics? Ces renseignements devraient-ils être diffusés en temps réel, le jour même ou en différé?
5. Les référentiels centraux de données devraient-ils avoir l'autorisation de publier les données non confidentielles contre rémunération?

5. Négociation électronique

Le G20 a convenu que « tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu ». Dans l'Union européenne et aux États-Unis, l'interprétation faite de cet engagement est que les opérations admissibles à la négociation en bourse devaient s'effectuer sur des places de négociation organisée.

À l'heure actuelle, la négociation sur les bourses de dérivés suppose habituellement que l'opération sera compensée ultérieurement par une contrepartie centrale. L'ajout d'une obligation de négociation en bourse à l'obligation de compensation centrale éliminerait la bilatéralité des opérations, ce qui procurerait une grande visibilité des cours, des volumes et des positions ouvertes et faciliterait l'accès au marché. La négociation en bourse ajoute donc de la valeur à la compensation centrale pour les principales raisons suivantes :

- (i) l'existence d'un système de négociation multilatérale;
- (ii) la transparence pré- et post-négociation, gage de visibilité des cours, des volumes et des positions ouvertes;
- (iii) la facilité d'accès au marché.

Certaines caractéristiques des fonctionnalités d'un marché organisé répondraient encore mieux à ces critères dans le cas de la négociation électronique, notamment : (1) des règles transparentes et non discrétionnaires, (2) des critères objectifs pour l'exécution efficace des ordres, (3) un accès non discriminatoire, (4) un cadre d'autorisation-réglementation et de surveillance assuré par les autorités compétentes, (5) une résilience opérationnelle et (6) la surveillance du respect des règles de la plateforme de négociation électronique⁵³.

Selon la Loi Dodd-Frank, les États-Unis estiment que les dérivés de gré à gré normalisés devraient se négocier en bourse ou sur des plateformes d'exécution de swaps (*swap execution facilities*)⁵⁴. La comparaison entre plateforme d'exécution de dérivés de gré à gré et bourse de dérivés s'apparente à celle que l'on fait entre système de négociation parallèle (« SNP ») et bourse de valeurs mobilières. Les systèmes d'exécution des opérations sur dérivés de gré à gré et les SNP sont simplement des mécanismes mettant en relation acheteurs et vendeurs, tandis que le mandat des bourses est beaucoup plus large⁵⁵.

La négociation organisée requiert toutefois une normalisation substantielle afin d'assurer une liquidité suffisante pour faciliter la négociation. Le type de contrats négociables sur un marché organisé risque donc de ne pas répondre à l'ensemble des besoins des utilisateurs de dérivés en matière de gestion des risques. Le produit boursier ne permet pas d'adapter les contrats dérivés aux besoins particuliers des

⁵³ Cela étant dit, il existe des plateformes électroniques qui, bien que réputées non organisées, sont dotées d'une fonctionnalité de négociation de gré à gré bilatérale et offrent aux organismes de réglementation un degré supplémentaire de transparence et de piste de vérification électronique.

⁵⁴ La loi prévoit toutefois une exception dans le cas des opérations pour lesquelles il n'existe pas de facilité d'exécution de swap. De plus, seuls les swaps compensés seraient visés par cette obligation. Voir les articles 723 et 763 de la Loi Dodd-Frank, et la note 21 plus haut.

⁵⁵ Kevin McPartland, *SEF 101: Deconstructing the Swap Execution Facility*, TABB Group, 21 juillet 2010, p. 36.

contreparties (la couverture de risques précis) : les participants au marché de gros ont recours aux dérivés de gré à gré pour répondre aux besoins précis des clients, notamment les risques liés à la comptabilité et à la couverture.

De l'avis du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (le « CERVM »), l'admissibilité à la négociation sur une plateforme organisée suppose que les conditions suivantes sont réunies :

- (i) normalisation juridique : comprend les définitions et la documentation normalisées des opérations;
- (ii) normalisation du processus : comprend l'appariement, la confirmation, le règlement et la gestion d'événements par traitement direct;
- (iii) normalisation du produit : comprend l'évaluation, les structures de règlement et les dates normalisés.

5.1 Risques et préoccupations

La crise financière a gravement nui à la liquidité des marchés financiers, certains participants très préoccupés par le risque de contrepartie se montrant réticents à réaliser des opérations. Nombre de ceux qui souhaitaient en effectuer ont eu fort à faire pour trouver une contrepartie, en plus de devoir composer avec l'absence de transparence des cours qui entravait la formation des cours et l'évaluation des positions existantes.

La négociation par l'intermédiaire de plateformes de négociation électronique organisée permet aux organismes de réglementation de surveiller en temps utile les activités de négociation et la conduite sur le marché. Elle peut également offrir aux participants au marché un bassin centralisé de liquidité grâce à un registre central d'ordres transparent leur permettant de conclure, selon des modalités normalisées, des opérations qui sont principalement compensées par une contrepartie centrale.

En revanche, la négociation obligatoire sur une plateforme électronique organisée pourrait se révéler préjudiciable pour les raisons suivantes :

- a) les marchés de gré à gré permettent de négocier des contrats sur mesure, ce qui favorise la couverture de risques précis et la gestion du risque d'une manière que ne permettrait pas la négociation électronique normalisée;
- b) elle pourrait avoir de graves conséquences sur le marché de gré à gré, puisque certains contrats n'ont pas la liquidité voulue pour permettre la négociation électronique d'une manière rentable;
- c) la négociation sur une place de marché peut favoriser les pratiques de négociation abusives, ce qui nécessiterait un encadrement réglementaire très vaste, y compris des systèmes de surveillance.

5.2 Tables rondes des utilisateurs finaux organisées par le Comité des ACVM sur les dérivés

Lors de la tenue des tables rondes sectorielles le printemps dernier, les participants ont exprimé des préoccupations à l'égard de l'obligation de négociation en bourse ou électronique. Ces plateformes de négociation exigent de la part de l'utilisateur un degré avancé de technicité opérationnelle pour que sa gestion des marges et des opérations puisse tenir compte des asymétries possibles entre la position

sous-jacente et le contrat normalisé. Certains participants ont affirmé que la négociation de contrats boursiers entraînait différents risques pour l'utilisateur final, notamment celui de la reconduction de positions sur contrats à terme en raison de leurs échéances plus brèves. D'autres ont soutenu qu'il serait impossible d'exécuter électroniquement au moyen de contrats normalisés des swaps taillés sur mesure. D'autres enfin craignaient que l'utilisation de contrats dérivés normalisés ne les empêche d'appliquer les Normes comptables internationales (IAS) à la comptabilité de couverture. Le sujet est traité en détail à la rubrique 7 du présent document.

5.3 Propositions et législation internationales

États-Unis

En vertu de la Loi Dodd-Frank, les swaps et les swaps sur titres visés par l'obligation de compensation doivent également être exécutés sur un marché réglementé, y compris les nouvelles catégories de plateformes de négociation que sont les systèmes d'exécution de swaps et de swaps sur titres⁵⁶. Cette obligation ne s'appliquera toutefois pas aux swaps ou aux swaps sur titres qui ne sont inscrits à la cote d'aucune bourse ou à l'égard desquels l'utilisateur final bénéficie d'une dispense.

Europe

Selon le document de consultation de la Commission européenne intitulé *Possible Initiatives to Enhance the Resilience of OTC Derivatives Markets*, (le « document de la Commission européenne »), la suite logique de la compensation des dérivés par une contrepartie centrale est la négociation de ces contrats sur une plateforme de négociation organisée publiant les cours et d'autres informations sur les opérations, comme un marché réglementé (une bourse de dérivés, par exemple).

D'après le sommaire du document de la Commission européenne, la majorité des intéressés affirment toutefois que, s'il y avait établissement d'un référentiel central de données et compensation par contrepartie centrale, l'obligation de négociation publique de tous les dérivés n'ajouterait que peu de valeur et pourrait même amoindrir la liquidité de certains marchés. Ces participants soutiennent qu'il serait préférable de préconiser une évolution naturelle plutôt qu'une approche coercitive.

Royaume-Uni

Dans un document intitulé *Reforming OTC Derivative Markets*, la Financial Services Authority (la « FSA ») du Royaume-Uni fait valoir que la compensation par contrepartie centrale des produits susceptibles de compensation, l'amélioration des procédures de gestion du risque lié aux opérations non compensées et l'instauration d'un régime de transparence calibré devraient atténuer les risques associés aux dérivés de gré à gré. La FSA soutient que, une fois ces mesures adoptées, les forces du marché orienteraient naturellement l'exécution des opérations vers des plateformes de négociation organisée. Pour l'instant, la FSA ne sait pas si l'obligation de négocier les dérivés normalisés par le truchement de plateformes de négociation organisée procurerait des avantages supplémentaires.

⁵⁶ Comme on l'indique plus haut, la loi prévoit une exception dans le cas des opérations pour lesquelles il n'existe pas de facilité d'exécution de swap. De plus, seuls les swaps compensés seraient visés par cette obligation. Voir les articles 723 et 763 de la Loi Dodd-Frank, et la note 21 plus haut.

5.4 Options

La présente rubrique énonce les principales options mises de l'avant pour donner suite aux engagements pris par le G20 en matière de négociation des dérivés de gré à gré :

- a) Obligation de négociation sur une plateforme organisée de tous les dérivés de gré à gré, cette obligation dépendant de la disponibilité d'une plateforme que nous reconnaissons ou désignons.
- b) Obligation de négocier uniquement les opérations suffisamment normalisées et liquides ou qui posent un risque systémique pour l'intégrité du marché⁵⁷.
- c) Autorisation donnée aux participants au marché de choisir de négocier ou non sur une plateforme organisée⁵⁸.

Les options ci-dessus ne s'excluent pas nécessairement les unes les autres. Par exemple, l'obligation de négocier des produits soumis à la compensation obligatoire pourrait ne viser que les produits qui sont suffisamment normalisés et liquides pour se négocier en bourse, catégorie susceptible d'être beaucoup plus restreinte que celle des produits admissibles à la compensation centrale.

5.5 Observations

La négociation obligatoire sur une plateforme d'exécution, en révélant en temps réel les volumes et les prix des opérations sur dérivés, permet aux parties au contrat de faire des appels de marge d'un montant plus approprié et plus rapidement, en plus d'offrir un bassin de liquidité transparent auquel peuvent accéder tous les participants. La négociation en bourse, jumelée à la transparence pré- et post-négociation, pourrait réduire les écarts (soit la différence entre les offres d'achat et de vente), et avantagerait ainsi les utilisateurs finaux des dérivés ou les investisseurs. En effet, grâce à une meilleure transparence des cours et à une négociation plus organisée, il est possible que de nombreux utilisateurs finaux soient en mesure, et désireux, d'accéder directement aux plateformes de négociation sans devoir passer par l'intermédiaire des courtiers, à l'instar de ce qui s'est produit pour les opérations boursières sur plateformes électroniques.

Quoi qu'il en soit, même s'ils ne sont ni fongibles ni normalisés pour la compensation centrale ou la négociation en bourse, les dérivés sur mesure permettent aux parties d'ajuster leurs opérations de couverture à des risques financiers particuliers. En outre, les impératifs d'efficacité et d'économie imposent aux plateformes de négociation organisée un niveau de liquidité suffisamment élevé pour

⁵⁷ Selon la Loi Dodd-Frank, les produits qui doivent être compensés sont les mêmes que ceux qui doivent être négociés sur une plateforme d'exécution de swaps (*Swap Execution Facility* ou *SEF*). Ces plateformes doivent donc avoir accès à une chambre de compensation. C'est ce que précise l'article relatif à la compensation, selon lequel les chambres de compensation de dérivés de gré à gré ont l'obligation d'assurer la compensation non discriminatoire d'un swap exécuté bilatéralement ou selon les règles d'un marché désigné indépendant ou d'une plateforme d'exécution de swaps, ou encore par le truchement de ces règles. Voir l'article 723 de la Loi Dodd-Frank et la note 21 ci-dessus.

Les termes plateforme (*facility* et *platform*) et système de négociation (*trading system*) ne sont pas définis dans la loi. Par conséquent, les définitions de plateforme d'exécution de swaps et de plateforme d'exécution de swaps sur titres (*securities based SEF*) contenues dans la loi pourraient être assez larges pour englober ceux qu'on appelle les courtiers traditionnels (*voice brokers*), de sorte que ces entités pourraient s'inscrire et être réglementées à titre de plateformes d'exécution de swaps ou de swaps sur titres selon leur modèle opérationnel existant.

⁵⁸ Les flux d'ordres peuvent migrer naturellement vers les plateformes de négociation les plus efficaces pour ces produits et ces clients. C'est ce que prouve la récente croissance des plateformes de commerce électronique : leur efficacité a sans contredit incité les participants au marché à accroître leur étendue et leur portée.

alimenter un registre d'ordres qui facilite les transactions. Et, vraisemblablement, ce niveau devrait être plus élevé que pour la compensation centrale. Néanmoins, les liens entre certains utilisateurs ou courtiers de contrats sur mesure et d'autres parties sont parfois si étroits que leur défaillance risque d'ébranler le système financier. C'est pourquoi les organismes de réglementation doivent veiller à ce que les fonds propres et les marges des parties à ces contrats tiennent compte des effets externes de défaillances potentielles.

5.6 Recommandations

Bien que la négociation sur une plateforme d'exécution comporte des avantages considérables, du point de vue réglementaire, il demeure qu'on peut accomplir beaucoup grâce à la transparence post-négociation en se servant des données compilées dans les référentiels centraux et en prescrivant l'obligation de compensation centrale. Leur capacité à couvrir des risques précis, leurs frais de négociation moins élevés et leur grande souplesse sont autant de motifs valables pour lesquels les dérivés de gré à gré ne se négocient pas sur les marchés boursiers.

Du fait de l'adaptabilité de la plupart des dérivés de gré à gré et de leur grande diversité, il serait étonnant qu'ils puissent tous se négocier en bourse ou sur des plateformes de négociation organisée.

Cependant, le Comité juge que la transparence pré-négociation présente de grands avantages, tant pour les organismes de réglementation que pour le marché. Il sera nécessaire d'étudier davantage la question de concert avec les participants au marché pour définir la portée éventuelle d'une obligation réglementaire de négociation électronique. À court terme, le Comité estime qu'il faut introduire dans la législation le pouvoir réglementaire d'imposer une telle obligation. Ce pouvoir ne pourrait servir qu'à obliger la négociation électronique des produits négociables sur une place de marché organisée, soit ceux qui sont suffisamment normalisés et liquides, et posant un risque systémique⁵⁹.

Questions :

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)?
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*)?

⁵⁹ Le fait d'obliger la négociation en bourse des dérivés de gré à gré pourrait les assimiler à des contrats boursiers (*exchange contracts*) selon la législation en valeurs mobilières de certains territoires comme la Colombie-Britannique. Les contrats boursiers sont des contrats garantis par une chambre de compensation et négociés sur une bourse selon des modalités normalisées. Dans ces territoires, ils sont exclus de la définition de « titre », mais demeurent soumis à diverses obligations. (Par exemple, l'obligation de prospectus ne s'appliquerait pas aux dérivés qui sont des contrats boursiers, au contraire de l'obligation d'inscription.) Si les ACVM imposent la négociation en bourse, certains territoires devront étudier, en vertu de leur législation en valeurs mobilières, les conséquences du traitement des dérivés de gré à gré comme contrats boursiers plutôt que comme titres.

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?

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?

6. Fonds propres et garanties

En règle générale, les exigences de fonds propres prescrivent le montant des actifs dont une entité doit disposer pour s'acquitter de ses obligations. Du point de vue des organismes de réglementation, ces exigences peuvent servir à jauger l'intégrité des participants au marché : une insuffisance de fonds propres peut, en effet, être un signe précurseur de problèmes potentiels.

La garantie s'entend des actifs qu'une partie affecte en garantie de l'exécution de ses obligations envers une autre partie. S'agissant des contrats dérivés de gré à gré, il n'est pas rare que l'une des parties doive, aux termes des modalités du contrat, affecter des actifs en garantie, même si l'autre partie est une contrepartie centrale. Ces actifs sont habituellement des sommes en espèces ou des titres liquides.

6.1 Normes internationales

À l'heure actuelle, les modèles de réglementation des fonds propres dans les secteurs des banques, des assurances et des valeurs mobilières tiennent compte des différences entre les activités principales et l'exposition au risque propres à chaque secteur, mais aussi de leurs différences sous-jacentes respectives au chapitre de l'horizon temporel et des objectifs de supervision⁶⁰. Ces différences expliquent les écarts appréciables entre les normes de réglementation des fonds propres. Dans le secteur bancaire, le modèle prédominant est fondé sur les Accords de Bâle. Les secteurs des assurances et des valeurs mobilières ne sont pas régis par une norme internationale de réglementation des fonds propres, mais appliquent plutôt divers modèles. Le Comité estime que les normes établies dans les Accords de Bâle sont excellentes, mais croit qu'elles pourraient ne pas convenir à tous les secteurs.

L'examen de ces divers modèles met en évidence les différences entre les cadres réglementaires applicables aux fonds propres, ne serait-ce qu'à l'égard des éléments les plus fondamentaux, comme la définition des fonds propres admissibles, la pondération des risques individuels et les méthodes de calcul.

Aux États-Unis, la Loi Dodd-Frank impose de nouvelles exigences de fonds propres aux personnes suivantes :

- les courtiers en swaps, soit les personnes qui (i) se présentent comme des courtiers en swaps, (ii) maintiennent un marché pour des swaps, (iii) concluent couramment des swaps pour leur propre compte avec des contreparties dans le cours normal de leurs activités ou (iv) exercent d'autres activités en conséquence desquelles elles seraient considérées comme des courtiers en swaps ou des teneurs de marché pour des swaps;
- les participants majeurs au marché des swaps, soit des personnes qui ne sont pas des courtiers en swaps mais qui détiennent des positions importantes⁶¹ au point d'engendrer un risque de contrepartie susceptible d'avoir des conséquences graves sur les marchés financiers. Dans le cas

⁶⁰ Le Joint Forum on Risk Management Practices and Regulatory Capital, qui regroupe le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'Organisation internationale des commissions de valeurs et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance, a publié en novembre 2001 une comparaison intersectorielle qui renferme une analyse approfondie des différences entre les normes.

⁶¹ L'expression position importante (*substantial position*) sera définie par la SEC et la CFTC.

des banques, qui répondent à la définition de participant majeur au marché des swaps, l'établissement des exigences de fonds propres demeureront du ressort des organismes de réglementation prudentielle du secteur bancaire plutôt que de la Loi Dodd-Frank.

En outre, la Loi Dodd-Frank établit à l'égard des swaps non compensés des exigences de marge qui s'appliquent aux entités non bancaires. Réagissant aux inquiétudes du milieu quant à la possibilité que les exigences de marge incitent les courtiers en swaps à augmenter le prix des swaps ou obligent les clients à déposer des marges, les auteurs de la Loi Dodd-Frank ont tenu à préciser que la loi ne visait pas à imposer de frais supplémentaires aux utilisateurs finaux et ont invité les organismes de réglementation à tenir compte, dans l'établissement des exigences de marge, de l'incidence que ces exigences pourraient avoir sur les utilisateurs finaux. En n'imposant aucune exigence de marge pour les swaps compensés, la loi encourage fortement la compensation des opérations par une contrepartie centrale.

Au Royaume-Uni, la FSA et le Trésor ont indiqué qu'ils étaient en faveur de l'établissement d'exigences de fonds propres proportionnées aux risques liés à une position⁶². Les auteurs du rapport n'appuient pas l'imposition de pénalités à l'égard d'opérations qui ne sont pas compensées par une contrepartie centrale, mais reconnaissent que les ententes bilatérales augmentent le risque et, par conséquent, qu'elles doivent être subordonnées à des exigences de fonds propres plus élevées.

6.2 Exigences de fonds propres au Canada

Afin d'établir de nouvelles exigences de fonds propres pour les participants au marché des dérivés de gré à gré, il convient d'examiner celles auxquelles ils sont actuellement assujettis. Actuellement, les activités visant les dérivés de gré à gré sont assorties de diverses exigences de fonds propres imposées par différentes autorités. En pratique, ces exigences sont censées convenir aux modèles d'entreprise des entités réglementées.

Banques

Les banques sont tenues aux obligations établies par le Bureau du surintendant des institutions financières (le « BSIF »). Les exigences du BSIF en matière de fonds propres concordent avec celles de l'Accord de Bâle II. Ces exigences sont établies suivant la méthode de la valeur à risque, sur la base des états financiers consolidés et en fonction du risque de perte auquel l'entité est exposée en conséquence de défaillances, de changements d'évaluation et d'activités d'exploitation.

Courtiers en placement

Les courtiers en placement doivent être membres de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM »), qui établit des exigences de fonds propres visant à ce que ses membres soient en mesure d'interrompre leurs activités de façon efficace. L'OCRCVM a adopté un modèle selon lequel les fonds propres ajustés au risque de chacun de ses membres sont calculés en déduisant la marge exigée par les règles de l'OCRCVM.

⁶² Financial Services Authority et UK Treasury, *Reforming OTC Derivatives Markets*, décembre 2009.

Courtiers en épargne collective

L'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (l'« ACFM ») a adopté des exigences de fonds propres qui sont quasi similaires à celles de l'OCRCVM, à deux grandes différences près. D'abord, l'objectif visé par l'ACFM est de veiller à ce que ses membres aient suffisamment de liquidités pour exercer leurs activités. Ensuite, ses exigences de fonds propres minimaux sont fonction du modèle d'entreprise du membre et ne sont donc pas uniformes. Les sociétés qui détiennent des actifs de clients, notamment sous forme de trésorerie et de titres, doivent maintenir un montant minimal de fonds propres plus élevé que celles qui n'en détiennent pas⁶³.

Compagnies d'assurances et autres institutions financières

La réglementation des compagnies d'assurances et des autres institutions financières, comme les coopératives d'épargne et de crédit et les sociétés de fiducie, diffère d'un territoire à l'autre au Canada. Certaines de ces entités sont régies par les exigences du BSIF, tandis que d'autres sont tenues aux exigences provinciales qui, dans bon nombre de cas, s'apparentent à celles du BSIF.

6.3 Autres entités inscrites en vertu de la législation en valeurs mobilières

Le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription* (le « Règlement 31-103 ») établit les exigences de fonds propres, appelées obligations de capital, pour les entités inscrites qui ne sont pas membres de l'OCRCVM ou de l'ACFM. Les fonds propres requis sont calculés à l'aide d'une formule pondérée en fonction du risque, le minimum étant fixé à 50 000 \$ pour les courtiers sur le marché dispensé, à 25 000 \$ pour les conseillers et à 100 000 \$ pour les gestionnaires de fonds d'investissement. Le Règlement 31-103 dispense les membres de l'OCRCVM ou de l'ACFM de ces exigences. Les exigences de fonds propres prévues au Règlement 31-103 visent à ce que les entités inscrites puissent s'acquitter de leurs obligations financières à l'échéance. Le Règlement 31-103 ne prévoit aucune exigence particulière en matière de fonds propres pour les positions sur dérivés de gré à gré.

6.4 Exigences de garantie

L'obligation de garantie pour les opérations sur dérivés de gré à gré est, dans bien des cas, régie par un accord-cadre de l'ISDA et par l'annexe de soutien au crédit connexe. L'annexe de soutien au crédit stipule normalement les règles de constitution de garantie qui s'appliquent à l'ensemble du portefeuille de dérivés de gré à gré, mais rarement aux opérations individuelles. L'annexe de soutien au crédit traite de toutes les modalités contractuelles convenues à l'égard des appels de garantie, de la fréquence de ces appels, du calcul de l'exposition et de la définition des garanties admissibles.

De plus, l'annexe de soutien au crédit précise le seuil et les montants de transfert minimaux liés au contrat, ainsi que le dépôt de montants indépendants. Le seuil désigne l'exposition à l'autre partie qu'une partie au contrat est prête à tolérer avant de demander le paiement de garanties supplémentaires. Le montant indépendant ou la marge initiale désigne le paiement initial exigé par l'une des parties pour certaines opérations sur dérivés de gré à gré. Pour les fonds spéculatifs et les contreparties moins solvables, les montants indépendants sont souvent négociés pour chaque opération et servent de garantie additionnelle.

⁶³ Règles de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, alinéa 3.1.1.

En général, les critères de garanties des opérations sur dérivés de gré à gré n'ont pas changé au cours de la récente crise, sans doute parce que la renégociation et la modification d'une annexe de soutien au crédit est une démarche de longue haleine. La trésorerie représente la forme de garantie la plus fréquente (dans environ 85 % des cas). Quant aux autres garanties, il s'agit principalement d'obligations d'État ou d'autres obligations de qualité supérieure auxquelles est appliqué un taux de décote approprié⁶⁴.

6.5 Recommandations

Le Comité est conscient de l'importance d'établir des exigences de fonds propres qui n'entrent pas en conflit avec celles d'autres autorités étrangères importantes, mais qui prennent en considération les risques uniques qui existent au Canada sans nuire inutilement à nos marchés.

Le Comité est d'avis que l'adoption d'exigences de fonds propres et de marges connexes doit avoir pour objectif premier de contrer divers risques, notamment le risque systémique, le risque de contrepartie et le risque de marché. À cette fin, les participants canadiens au marché des dérivés de gré à gré doivent disposer de ressources financières suffisantes pour exécuter leurs obligations financières, surtout celles qui naissent de leur participation à ce marché. Les exigences de fonds propres ont comme objectif secondaire d'encourager l'établissement de contrats dérivés de gré à gré qui favorisent le recours aux contreparties centrales pour la compensation des opérations.

En accord avec les recommandations de l'Accord de Bâle II, le Comité est d'avis que les exigences de fonds propres doivent être proportionnelles aux risques auxquels une entité s'expose et, idéalement, ne devraient pas fournir d'avantage concurrentiel à une catégorie d'entités en particulier. Ainsi, les exigences de fonds propres ne devraient pas pénaliser les entités qui ne sont pas en mesure de recourir à une contrepartie centrale, mais devraient plutôt refléter le surcroît de risque attribuable aux ententes bilatérales. Dans tous les cas, les ententes bilatérales devraient donner lieu à des exigences de fonds propres ou de garantie plus strictes que les opérations compensées par contrepartie centrale, sous réserve des dispenses accordées aux utilisateurs finaux qui sont des intermédiaires non financiers. Cette approche fondée sur le risque encouragera et récompensera la normalisation des contrats et le recours à une contrepartie centrale.

Les exigences de fonds propres ou de garantie devraient s'appliquer aux personnes suivantes :

- toutes les entités qui agissent en qualité d'intermédiaires financiers pour faciliter la négociation de dérivés de gré à gré pour le compte de tiers;
- les utilisateurs finaux de dérivés de gré à gré, sauf si l'utilisation qu'ils font de dérivés de gré à gré : (i) se limite à couvrir des risques liés à leurs activités commerciales et (ii) n'augmente pas le risque systémique pour le marché.

La délimitation du champ d'application des exigences pose certains défis :

⁶⁴ Tiré du rapport *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality* publié par le groupe d'étude mis sur pied par le Comité sur le système financier mondial de la Banque des règlements internationaux.

- il convient en effet de préciser le concept de couverture; même s'il n'est pas raisonnable d'obliger chaque utilisateur de dérivés à constituer une couverture parfaite pour être dispensé des exigences de fonds propres, le recours aux dérivés de gré à gré doit viser davantage à réduire le risque qu'à procurer un rendement pour être admissible à une dispense;
- il faut aussi établir si le recours aux dérivés de gré à gré accroît le risque systémique pour le marché; à cette fin, l'incidence d'une personne sur le risque systémique doit être considérée globalement et non pas pour chaque transaction.

Le Comité est d'avis que les exigences de fonds propres actuellement en vigueur doivent être révisées pour vérifier si elles permettent de gérer adéquatement les principaux risques liés aux dérivés de gré à gré. Bien qu'il reconnaisse que la réglementation doit s'accorder au modèle d'entreprise de l'entité qui y est assujettie, le Comité doit veiller à ce que les exigences de fonds propres permettent de gérer adéquatement le risque systémique, le risque de contrepartie et le risque de marché, sans pour autant créer d'avantage ou de désavantage concurrentiel pour une catégorie en particulier de participants au marché des dérivés de gré à gré. Le personnel des ACVM devrait collaborer avec celui des autres organismes de réglementation afin d'évaluer l'efficacité et le poids des réglementations existantes et de suggérer les modifications à y apporter pour assurer une gestion satisfaisante du risque et veiller à ce que le fardeau qu'elles imposent soit juste et approprié, compte tenu des activités des parties régies par ces organismes de réglementation.

La réglementation des ACVM devrait inclure un régime de fonds propres étendu (comprenant des exigences précises de marge et de garanties) qui répond aux problèmes liés au risque systémique et à d'autres risques clés. Les participants au marché des dérivés de gré à gré déjà encadrés par une réglementation satisfaisante qui traite des principaux risques devraient être dispensés de l'obligation de se conformer aux exigences des ACVM. Cela nécessitera des travaux d'élaboration réglementaire considérables en collaboration avec les organismes de réglementation prudentielle et d'amples consultations avec le secteur.

Le Comité croit également qu'il faut conférer aux organismes de réglementation le pouvoir d'exiger que tous les contrats renferment des clauses prévoyant une garantie appropriée pour toutes les transactions non compensées par contrepartie centrale. Pour atténuer le risque de crédit et de contrepartie, les organismes de réglementation doivent être investis du pouvoir d'exiger l'utilisation d'ententes de transfert bilatéral de garanties pouvant contenir des clauses précises au sujet notamment des pratiques d'appels de marges quotidiens et des seuils zéro. Les exigences de garanties pourraient s'appliquer à tous les participants au marché canadien des dérivés de gré à gré, y compris les intermédiaires financiers, sous réserve des dispenses dont il est question ci-dessus.

Questions :

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?
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?
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?

7. Utilisateurs finaux et participants au marché importants

Les propositions exposées dans le présent document ont pour objectif d'améliorer l'infrastructure des marchés financiers et d'honorer les engagements du G20 à l'égard de la négociation des dérivés de gré à gré. Idéalement, ces propositions seraient plus efficaces si elles s'appliquaient à tous les dérivés de gré à gré et à tous leurs utilisateurs finaux.

Toutefois, les utilisateurs finaux des dérivés de gré à gré sont fort diversifiés; en effet, grandes et petites sociétés, sociétés d'État et pouvoirs publics, notamment, emploient ces produits pour couvrir des risques de toutes sortes. Ces activités de couverture prennent appui sur des règles comptables qui permettent à l'utilisateur final d'apparier dans ses états financiers chacun de ses risques d'affaires et la position sur dérivés correspondante.

Pour certains utilisateurs finaux, les obligations réglementaires supplémentaires proposées pourraient faire qu'il devienne difficile, voire excessif, de couvrir leurs risques d'affaires au moyen de dérivés de gré à gré. Certains organismes de réglementation, dont la FSA, ont fait remarquer que des obligations telles que les appels de marge quotidiens seront inexécutables pour certains utilisateurs finaux et pourraient produire l'inverse de l'effet escompté dans la mesure où elles les dissuaderaient de participer au marché⁶⁵. Afin d'atténuer le risque que le recours aux dérivés de gré à gré devienne excessif pour ces utilisateurs finaux, il faudra prévoir des dispenses limitées à l'égard de certaines propositions exposées dans le présent document⁶⁶.

Il faudra définir étroitement les dispenses octroyées aux utilisateurs finaux et ne pas les accorder aux institutions financières ou aux autres participants au marché exerçant des fonctions similaires à celles d'une institution financière, pour des considérations de risque systémique. L'octroi des dispenses ne devrait pas amplifier le risque systémique pour le marché. Dans le cadre des engagements du G20, il a également été convenu de veiller à la cohérence et au caractère non discriminatoire des obligations. En dernier lieu, toute dispense accordée à un utilisateur final devra tenir compte des dispenses établies à l'étranger et être cohérente avec celles-ci.

7.1 Tables rondes des utilisateurs finaux organisées par le Comité des ACVM sur les dérivés

Nos consultations, ainsi que les observations formulées par les utilisateurs finaux au cours de l'élaboration de la législation aux États-Unis, nous ont fait connaître divers utilisateurs finaux qui emploient les dérivés de gré à gré surtout à des fins de couverture. Ceux-ci cherchent avant tout à transférer à un tiers un risque découlant de leurs activités et non à spéculer pour dégager un bénéfice. Ces dérivés sont adaptés à l'activité de l'utilisateur final et, dans certains cas, ne sont pas considérés comme des dérivés de gré à gré normalisés pour l'application des propositions réglementaires. Même si le volume de négociation des dérivés de gré à gré peut revêtir une importance pour les activités de

⁶⁵ Financial Services Authority, *Reforming OTC Derivatives Markets. A UK Perspective*, décembre 2009.

⁶⁶ Par exemple, la Loi Dodd-Frank permet de dispenser un swap de la compensation obligatoire si l'une des deux contreparties « [TRADUCTION] (i) n'est pas une entité financière; (ii) utilise les swaps pour couvrir ou réduire un risque commercial; et (iii) avise la SEC, selon les modalités que celle-ci détermine, de la manière dont elle exécute généralement ses obligations financières liées aux swaps non compensés qu'elle conclut. » Voir l'article 723 de la Loi Dodd-Frank, note 21 plus haut. La Loi Dodd-Frank permet à l'utilisateur final qui n'est pas une institution financière de

l'utilisateur final, dans la plupart des cas, il a une incidence négligeable sur l'ensemble du marché, à moins que l'utilisateur final ne détienne en qualité d'intermédiaire un grand nombre de positions auprès de parties multiples. Dans la plupart des cas, la défaillance d'un utilisateur final est peu susceptible de poser un risque systémique pour le marché⁶⁷.

Dans ce cas précis, les participants à la table ronde se sont dits convaincus que la compensation obligatoire n'est ni efficace, ni nécessaire, ni rentable. Ils ont également fait valoir l'inutilité des exigences de fonds propres et de garantie, puisque les parties elles-mêmes sont en mesure de négocier les modalités des contrats dérivés de gré à gré.

7.2 Options

La grande diversité des utilisateurs finaux de contrats dérivés de gré à gré et des utilisations qu'ils en font compliquent l'élaboration des dispenses. Celles-ci nécessiteront une définition limitée des utilisateurs finaux et des types d'opération admissibles, d'une manière qui ne nuit pas aux tentatives d'accroître le recours aux contreparties centrales, aux garanties, aux marges et aux contrats normalisés. La prudence s'impose pour ne pas occasionner d'inégalités ni inciter les entreprises à structurer leurs activités ou les opérations de manière à contourner les propositions énoncées dans le présent document.

Il importera également de définir les dispenses d'une manière qui n'aura pas pour effet de dispenser incidemment un utilisateur final ou une contrepartie exerçant dans les faits une activité de participant au marché réglementé, en tant qu'intermédiaire financier par exemple. On s'attend généralement à ce que l'utilisateur qui agit dans les faits comme une institution financière respecte les obligations réglementaires applicables aux institutions financières.

Parmi les défis que pose la détermination de la portée et de l'application d'une dispense, mentionnons les questions suivantes :

- Qui pourra se prévaloir d'une dispense? Comment définir l'utilisateur final, et les opérations qu'il effectue doivent-elles toutes faire l'objet d'une couverture? L'utilisateur final peut exercer diverses activités et avoir divers objectifs d'affaires, dont certains peuvent véritablement viser à constituer une couverture, et d'autres, à générer un rendement⁶⁸.
- Quelles activités sont dispensées? Qu'entend-on par couverture? Plusieurs opérations sur dérivés conclues pour couvrir des risques ne constituent pas réellement des couvertures. Il faudrait élaborer les critères définissant ce qu'est une couverture acceptable.
- Les contrats dérivés de gré à gré devraient-ils tous être admissibles? Si un contrat n'est pas unique ou répond essentiellement aux mêmes critères qu'un contrat normalisé, les obligations de compensation et de garantie devraient-elles s'appliquer?

décider s'il fait appel ou non à la compensation et de choisir lui-même la chambre de compensation. Voir note 21, plus haut, article 723.

⁶⁷ Habituellement, la défaillance d'un utilisateur final ne pose un risque systémique que si l'utilisateur représente une importance systémique pour l'économie de par sa taille ou la nature de ses activités.

⁶⁸ La Commodity Futures Trading Commission a été chargée de réaliser une étude afin de définir en quoi consiste un risque commercial.

- La possibilité de se prévaloir d'une dispense dépend-elle de la contrepartie à l'opération sur dérivés? Devrait-on restreindre les types de contrepartie admissibles?
- Le volume des opérations devrait-il être un critère pour déterminer si une dispense peut être accordée? Si le volume des opérations d'un contrat donné est élevé et qu'une défaillance aurait une incidence sur le marché et non seulement sur l'opération conclue entre les parties bénéficiant de la dispense, le contrat visé pourrait poser un risque systémique et ne devrait donc pas être admissible à une dispense. Les parties devraient être tenues aux mêmes mesures de protection réglementaire que l'ensemble du marché de gré à gré.

7.3 Recommandations

Le Comité recommande d'établir, à l'intention de catégories définies d'utilisateurs finaux d'instruments de couverture, des dispenses de la plupart des propositions réglementaires formulées dans le présent document. Toutefois, il peut arriver qu'un utilisateur final effectue certaines opérations pour couvrir des risques et d'autres, à des fins spéculatives. Il ne nous paraît pas judicieux d'accorder une dispense à l'égard des opérations spéculatives. Il ne nous paraît pas non plus judicieux d'accorder une dispense des obligations envisagées aux entités financières, telles que les banques, les courtiers et les fonds de couverture.

Bien qu'il puisse être acceptable, dans une perspective réglementaire, de dispenser une catégorie déterminée d'utilisateurs finaux des exigences de garantie et de fonds propres ou de l'obligation de faire appel à une contrepartie centrale dans les cas où l'opération est réalisée à des fins de couverture, il ne convient pas de dispenser quelque utilisateur final que ce soit de l'obligation de déclarer ses opérations à un répertoire. L'obligation de déclaration est essentielle à la capacité des organismes de réglementation de surveiller toutes les activités de marché, de déceler les risques systémiques et de surveiller le recours aux dispenses.

Il est également nécessaire que les organismes de réglementation conservent le pouvoir d'interdire à un participant au marché de se prévaloir d'une dispense lorsque l'intérêt public le justifie. L'exercice de ce pouvoir porterait notamment sur les cas dans lesquels il y a des preuves que l'opération réalisée :

- équivaut en fait, de par sa nature et son type, à une activité exercée par une institution financière ou par un autre participant au marché réglementé;
- comporte la négociation d'un dérivé de gré à gré qui présente un risque important pour le marché;
- pose un risque important pour une entité d'importance systémique pour le marché ou l'économie en général.

Sans ce pouvoir résiduel, une dispense accordée à un utilisateur final ou à une catégorie d'utilisateurs finaux en particulier pourrait entraîner des répercussions imprévues susceptibles de faire réapparaître un niveau de risque systémique inacceptable.

L'élaboration d'une dispense destinée aux utilisateurs finaux exige de faire l'équilibre entre des objectifs contradictoires. Par exemple, une dispense restrictive ou limitée inciterait les utilisateurs finaux qui n'y

ont pas droit à recourir à la compensation, à la constitution de garanties ou aux dérivés boursiers, ce qui augmenterait leurs coûts et la complexité des démarches. Une dispense élargie permettrait aux utilisateurs finaux de continuer à utiliser les dérivés de gré à gré pour couvrir leurs risques d'affaires, mais pourrait aussi freiner l'apparition de nouveaux dérivés réglementés ou dispenser des entités qui devraient faire l'objet d'un encadrement réglementaire. Dans l'élaboration d'une telle dispense, il ne faut pas perdre de vue les objectifs primordiaux à atteindre en matière de politiques et d'affaires.

Bien qu'à l'étranger, notamment aux États-Unis, on ait abordé la question des catégories d'utilisateurs finaux qu'il conviendrait de dispenser des mesures exposées dans le présent document, aucune dispense ou norme n'a encore été arrêtée. La plupart de ces travaux s'inscriront dans le cadre de la réforme législative du secteur financier qu'entreprendront les ACVM et les organismes de réglementation comme la SEC et la CFTC. D'autres études seront nécessaires pour établir les catégories d'utilisateurs finaux qui devraient avoir droit à une dispense pour couvrir leurs risques d'affaires et les conditions à satisfaire pour s'en prévaloir, de même que la nécessité ou non de fixer un seuil d'admissibilité à la dispense.

Questions :

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

8. Application de la réglementation

La réglementation des marchés des valeurs mobilières et des dérivés au Canada a pour objectif général d'assurer la protection des investisseurs contre les pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses tout en préservant l'intégrité des marchés. Les organismes de réglementation s'efforcent, dans la mesure du possible, de prévenir les abus de marchés, car ceux-ci peuvent nuire considérablement au système financier. En particulier, les tentatives de manipulation des marchés, l'utilisation de positions importantes en vue de contrôler les prix ou de camoufler la propriété de même que l'exploitation de renseignements privilégiés représentent des risques financiers et réputationnels pour les marchés. Pour empêcher les abus sur les marchés des dérivés de gré à gré ou l'utilisation de ces marchés pour tirer profit d'activités irrégulières sur les marchés des sous-jacents, les organismes de réglementation doivent pouvoir surveiller, détecter, prévenir et sanctionner les opérations frauduleuses et les pratiques abusives.

8.1 Propositions internationales

Les organismes de réglementation de partout dans le monde ont exprimé des inquiétudes concernant les problèmes d'éthique et les pratiques abusives sur les marchés. Aux États-Unis, la Loi Dodd-Frank établit des règles de conduite sur le marché qui sont destinées à réduire ce risque et à favoriser l'intégrité du marché⁶⁹. Cette loi exige en effet que les courtiers en swaps inscrits et les participants majeurs au marché des swaps respectent les normes de conduite prévues par la CFTC et la SEC en matière de fraude, de supervision, de respect des limites de position et de toute autre question jugée pertinente. Les obligations portent plus précisément sur les points suivants :

- la production de rapports et la tenue de dossiers, y compris l'enregistrement des opérations quotidiennes et d'une piste de vérification complète;
- la vérification de l'admissibilité des contreparties à titre de contractants qualifiés;
- la formulation de normes en matière de documentation et de service de post-marché;
- la communication aux contreparties des particularités du contrat ainsi que des incitatifs et conflits d'intérêts importants;
- l'établissement de principes fondamentaux en matière de conformité et de désignation des responsables de la conformité;
- l'application de règles antitrust;
- la communication d'évaluations quotidiennes à la demande de la contrepartie.

La Loi Dodd-Frank confère en outre aux organismes de réglementation des pouvoirs accrus en ce qui a trait à l'application de la réglementation et aux opérations d'initiés.

⁶⁹ Titre VII du chapitre H.R. 4173 de la Loi Dodd-Frank (voir la note 21 ci-dessus).

En Europe, le CERVM a constaté qu'il était nécessaire que les autorités augmentent leur capacité de détection des activités suspectes et de préservation de l'intégrité de leurs marchés. Dans un document de consultation portant sur la déclaration des opérations, le CERVM prône, comme mesure de surveillance des abus de marchés, la déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré à des référentiels centraux de données⁷⁰. Le CERVM fait valoir que la déclaration des opérations joue un rôle majeur dans la surveillance des marchés et qu'elle répondrait aux exigences du G20 qui visent à améliorer la réglementation, le fonctionnement et la transparence des marchés financiers et des marchandises.

8.2 Options

Sur certaines portions du marché canadien des dérivés de gré à gré, il n'existe essentiellement aucune réglementation en matière de conduite et de pratiques de négociation. Les organismes de réglementation ne reçoivent pas d'information de la part des parties aux opérations et sont donc mal outillés pour détecter les activités frauduleuses ou prévoir une accumulation injustifiée, voire préjudiciable, des risques dans le système. Pour faire face aux problèmes de conduite ou aux situations susceptibles de nuire au marché, nous avons examiné les options exposées ci-après.

Surveillance

Il est primordial que les ACVM, en qualité d'organismes de réglementation, obtiennent le pouvoir de surveiller les marchés des dérivés de gré à gré. Ce pouvoir nous permettra de repérer les situations susceptibles de présenter un risque de manipulation ou de pratique abusive, de surveiller l'état du marché, de nous renseigner sur les positions importantes et l'évolution du marché, et de mettre en œuvre des mesures préventives. Ce pouvoir de surveillance devrait notamment comporter :

- un accès illimité aux données pertinentes, périodiquement et ponctuellement, sans égard à l'emplacement du référentiel central de données ou de la contrepartie centrale;
- un accès aux données des répertoires et des plateformes d'exécution;
- le droit et la capacité juridique de préserver, au besoin, la confidentialité des renseignements reçus, conformément à la législation applicable dans chaque territoire en matière de confidentialité.

La surveillance contribue à contrer les divers risques qui existent sur les marchés des dérivés de gré à gré. Le contrôle et la surveillance portent au premier chef sur le manque de transparence propre à ces marchés. Avant la crise financière, les organismes de réglementation n'avaient pas constaté qu'il y avait eu accumulation des risques et n'ont donc pu en prévoir les incidences générales sur l'ensemble des marchés. La surveillance remédie au manque de transparence en fournissant aux organismes de réglementation les renseignements essentiels au contrôle et à la détection des pratiques abusives. Elle agit, par ailleurs, sur les risques opérationnels en assurant l'accès aux renseignements, la déclaration des opérations et la mise en œuvre de procédures de déclaration. Le contrôle des positions et de la conjoncture du marché permettra aux organismes de réglementation de détecter l'accroissement

⁷⁰ Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, *Consultation Paper: Transaction Reporting*

potentiel des risques au sein du système et de régler ces problèmes, y compris ceux qui découlent du risque systémique, avant qu'ils ne s'aggravent. Enfin, la surveillance atténuée le risque systémique en améliorant l'infrastructure du marché et en mettant en lumière les activités de négociation.

La mise en œuvre de certaines propositions réglementaires énoncées dans le présent document aidera à la surveillance du marché. Par exemple, les organismes de réglementation pourront surveiller le marché des dérivés de gré à gré en examinant les données consignées dans les référentiels centraux de données. Ceux-ci regrouperont des données qui favoriseront le contrôle de la concentration des positions, la détection d'éventuelles manipulations, la réalisation d'analyses économiques et systémiques et la transparence de l'information boursière. Les organismes de réglementation ont, par ailleurs, l'option d'obtenir de l'information de marché par l'intermédiaire des bourses, des SNP, des plateformes de négociation électronique ou d'autres plateformes d'exécution ou encore de contreparties centrales. Ces systèmes permettent d'enregistrer et de préserver la piste de vérification ainsi que de surveiller l'activité boursière afin de prévenir l'accumulation des risques, la fraude et la manipulation.

Il faudra mettre en œuvre un système de surveillance général pour doter les organismes de réglementation d'un cadre préétabli de surveillance et d'analyse continues de l'activité sur les marchés des dérivés. Il existe déjà des systèmes de surveillance du marché des valeurs mobilières, appliqués par les organismes d'autoréglementation ou les autorités provinciales en valeurs mobilières. Il conviendrait soit d'étendre ces systèmes à la surveillance des dérivés de gré à gré, soit d'adopter des systèmes semblables mais propres au marché des dérivés. La conception et la mise en place de systèmes de surveillance devront faire l'objet de travaux plus poussés.

Le contrôle des marchés des dérivés nécessitera la collaboration des organismes de réglementation étrangers. Bon nombre de contrats dérivés comportent un volet canadien et un volet étranger et sont déclarés à des organismes de réglementation ou à des référentiels centraux de données étrangers. Les organismes de réglementation canadiens devront donc obtenir de ces entités l'information nécessaire sur les opérations pour assurer la surveillance du marché, tout en ayant le pouvoir et la capacité de procurer à leurs homologues étrangers de l'information sur les opérations canadiennes. Il convient de se pencher davantage sur la question des ententes d'échange d'information entre les organismes de réglementation canadiens et étrangers.

Enfin, les organismes de réglementation doivent se pencher sur leur façon de gérer l'énorme volume d'informations provenant des référentiels centraux de données. Il est impératif que nous disposions, en qualité d'organismes de réglementation, des ressources et du savoir-faire nécessaires pour assurer une surveillance et une analyse efficaces. En outre, il faudra élaborer de nouveaux processus en vue d'analyser et d'examiner l'ensemble de l'information provenant des référentiels centraux de données, et de surveiller et sanctionner les parties qui omettent d'y verser leur information.

Conduite sur le marché

Une autre proposition veut que les organismes de réglementation établissent des normes rigoureuses de conduite sur le marché relativement à la négociation des dérivés de gré à gré. Il en existe déjà dans le

Réglementation des dérivés de gré à gré au Canada

secteur des valeurs mobilières et il devrait en être de même pour les marchés des dérivés, comme c'est le cas au Québec. Ces règles comporteront notamment les exigences précises suivantes :

- l'interdiction d'abus de marchés, de manipulation et de négociation trompeuse;
- l'obligation de tenue de dossiers et de piste de vérification en vue d'améliorer les moyens de surveillance et d'examen;
- le pouvoir d'imposer des limites de position et de surveiller le respect de ces limites.

Les organismes de réglementation pourraient envisager la possibilité d'appliquer à la négociation des dérivés de gré à gré les règles régissant les valeurs mobilières, notamment le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation*, ou d'élaborer des règles particulières sur le même modèle.

Ils auront également le pouvoir d'effectuer des examens de conformité pour veiller à ce que les participants au marché des dérivés de gré à gré respectent les règles de conduite sur le marché.

Mesures d'application

Il est primordial que les organismes de réglementation puissent faire enquête sur les pratiques abusives relevées sur les marchés des dérivés de gré à gré et les sanctionner. La détection rapide et la sanction des abus sont la clé du succès de l'application de la législation. Les propositions réglementaires exposées ci-dessus, comme la surveillance et la formulation de règles explicites de conduite sur le marché, aideront également les organismes de réglementation à appliquer la législation.

8.3 Pouvoirs législatifs et réglementaires

Pour surveiller les marchés, les organismes de réglementation devront obtenir de l'information compilée par leurs homologues étrangers. Nous devons avoir le pouvoir d'échanger cette information et de conclure des ententes en ce sens avec nos partenaires étrangers.

Certaines provinces devront obtenir le pouvoir d'établir des règles de conduite régissant le secteur des dérivés de gré à gré, notamment les courtiers, les conseillers et les représentants, ou les opérations sur dérivés en vue de prévenir la fraude, la manipulation ou les pratiques de négociation trompeuses.

Enfin, certaines provinces devront se voir confier le pouvoir législatif d'effectuer des examens de conformité et des enquêtes et de faire appliquer la législation à l'égard des dérivés de gré à gré. Dans d'autres territoires où les dérivés sont traités comme des valeurs mobilières, les organismes de réglementation semblent déjà disposer du pouvoir réglementaire en la matière.

8.4 Recommandations

Le Comité vise à ce que les organismes de réglementation soient en mesure de surveiller, de détecter, de prévenir et de sanctionner les opérations frauduleuses et les pratiques abusives sur les marchés des dérivés de gré à gré. Nous recommandons à cet effet que tous les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières obtiennent le pouvoir de surveiller ces marchés, d'établir des normes rigoureuses de conduite sur le marché relativement à la négociation de dérivés de gré à gré, de faire enquête sur les pratiques abusives qui ont cours sur les marchés des dérivés de gré à gré et de sanctionner ces pratiques.

9. Séparation des biens affectés en garantie

Le principe de la séparation des actifs suppose que les actifs des clients sont conservés dans un compte distinct de celui des actifs de l'intermédiaire de marché. Il vise à assurer aux clients, en cas de faillite de leur courtier, la priorité sur les créanciers non garantis et le recouvrement rapide et ordonné des biens affectés en garantie et des marges.

Toutefois, dans le marché des dérivés de gré à gré, les contreparties ne conservent pas les actifs de clients donnés en garantie dans des comptes séparés, à moins que les parties n'en conviennent par voie de négociation, car aucune réglementation n'y oblige les courtiers bancaires. Ceux-ci ont la faculté d'utiliser la trésorerie donnée en garantie aux contreparties à un contrat bilatéral comme source de financement sans restrictions⁷¹. En cas de faillite d'une contrepartie, les clients doivent s'en remettre aux lois sur la faillite et l'insolvabilité des divers territoires en cause pour recouvrer leurs actifs.

La Loi Dodd-Frank introduit aux États-Unis un nouveau régime de séparation des biens affectés en garantie dans le cadre d'opérations sur dérivés de gré à gré, et de traitement de ces biens dans les procédures de faillite. Ce nouveau régime s'apparente à celui qui est actuellement en vigueur dans le secteur américain des contrats à terme sur marchandises⁷². Compte tenu des nouvelles exigences américaines, il convient d'instaurer un cadre juridique cohérent régissant les valeurs mobilières, les dérivés et l'insolvabilité pour uniformiser le traitement des biens affectés en garantie en cas de défaillance d'un courtier en dérivés de gré à gré.

Cependant, la séparation des actifs des clients occasionne des coûts, et le Comité doit poursuivre son analyse avant de faire une recommandation concernant la question dans le contexte canadien.

Questions :

1. Que pensez-vous de l'introduction d'une obligation réglementaire de détenir tous les biens affectés en garantie dans des comptes séparés?
2. Les utilisateurs finaux devraient-ils avoir la faculté d'exiger le maintien de leurs garanties et marges dans des comptes séparés?

⁷¹ Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *Working Paper - Prime Brokers and Derivatives Dealers*, avril 2010, page 4.

⁷² Loi Dodd-Frank, article 724 (voir la note 21 ci-dessus).

10. Conclusion

10.1 Recommandations pour répondre aux engagements du G20

Pour que le Canada respecte les engagements qu'il a pris en tant que membre du G20, le Comité reconnaît qu'il reste beaucoup à faire en vue de fixer des orientations claires en matière d'élaboration législative, de champ de compétence et de portée de la réforme réglementaire proposée, ainsi que pour développer les infrastructures, les procédures opérationnelles et les processus de communication dans le secteur. Le Comité a exposé dans le présent document les problématiques entourant les recommandations qui suivent, et il est conscient qu'il faudra élaborer de nouvelles politiques à mesure que les normes internationales prendront forme au cours des mois à venir. Nous souhaitons recueillir sur les questions formulées dans le présent document des commentaires qui nous aideront dans l'analyse et l'appréciation de ces problématiques.

Chacune de nos recommandations appellera le secteur et les organismes de réglementation à engager des ressources et des moyens opérationnels considérables. En collaboration avec le GTPDGG et les intervenants du secteur des dérivés de gré à gré, nous poursuivrons l'élaboration de propositions législatives précises et amorcerons la rédaction de projets de règlements régissant la surveillance des dérivés de gré à gré au Canada.

Compensation

Le Comité préconise une utilisation accrue des contreparties centrales dans la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré et recommande de rendre obligatoire la compensation centrale des dérivés de gré à gré qui sont jugés compensables et susceptibles de compensation. Les organismes de réglementation devront obtenir des pouvoirs de réglementation pour rendre obligatoire la compensation des dérivés de gré à gré qui n'en sont pas dispensés. De plus, le Comité recommande que les exigences de fonds propres soient ajustées pour tenir compte du risque de la compensation bilatérale par opposition à la compensation par contrepartie centrale et pour appliquer les meilleures pratiques dans la gestion des garanties. Ces modifications seront élaborées en collaboration avec le GTPDGG et en consultation avec les intervenants du secteur.

Référentiels centraux de données

Le Comité recommande que toutes les opérations sur dérivés effectuées par des contreparties canadiennes soient déclarées à un référentiel central de données. Les organismes de réglementation auront ainsi accès à l'information nécessaire pour s'acquitter de leurs obligations réglementaires. Le référentiel central de données ne doit pas nécessairement être tenu au Canada, pour autant qu'il leur permette de consulter les données sur les opérations pertinentes.

Négociation électronique

Le Comité reconnaît les avantages de la négociation organisée et continuera d'évaluer si des incitatifs réglementaires s'imposent pour accélérer l'évolution naturelle de la négociation de certains dérivés de gré à gré vers des plateformes organisées. Le Comité est d'avis que seuls les produits négociables sur une plateforme de négociation organisée (par exemple, les produits suffisamment normalisés et liquides) et qui présentent un risque systémique pour le marché devraient obligatoirement se négocier

sur une plateforme de négociation organisée. Le Comité a convenu de poursuivre l'examen de cette question, en définissant les caractéristiques de ces produits, pendant que les organismes de réglementation internationaux poursuivent leurs discussions en la matière.

Fonds propres et garanties

Le Comité reconnaît l'importance d'imposer des exigences de fonds propres à tous les intervenants concernés du marché canadien des dérivés de gré à gré afin qu'ils disposent de ressources financières suffisantes pour s'acquitter de leurs obligations financières. Il recommande de soumettre les dérivés qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale à des exigences de fonds propres plus strictes. Il recommande aussi que les participants au marché des dérivés de gré à gré qui sont assujettis à d'autres régimes réglementaires reconnus soient dispensés des exigences de fonds propres imposées par les autorités de réglementation canadiennes. Enfin, le Comité recommande l'imposition de pratiques exemplaires en ce qui a trait aux exigences de garanties pour les opérations non compensées par une contrepartie centrale.

Dispenses pour les utilisateurs finaux

Le Comité recommande de dispenser certaines catégories d'utilisateurs finaux de l'application des propositions réglementaires formulées dans le présent document. Il propose un examen approfondi de la question afin d'établir les catégories d'utilisateurs finaux admissibles à cette dispense ainsi que les conditions à remplir à cette fin.

Application de la réglementation, abus de marché et surveillance

Le Comité recommande que les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières obtiennent le pouvoir de surveiller les marchés des dérivés de gré à gré, d'établir des normes rigoureuses de conduite sur le marché relativement à la négociation de dérivés de gré à gré, de faire enquête sur les pratiques abusives qui ont cours sur ces marchés et de sanctionner ces pratiques.

Séparation des fonds propres

Le Comité estime qu'une analyse approfondie est nécessaire avant de formuler des recommandations en matière de séparation des fonds propres dans le contexte canadien des dérivés de gré à gré.

10.2 Prochaines étapes

Élaboration législative

Dans chacun des domaines abordés dans le présent document, le Comité constate que les champs de compétence et des pouvoirs réglementaires précis devront être établis clairement dans la législation de chaque province en matière de valeurs mobilières et de dérivés.

Coopération internationale

Afin de mettre en œuvre bon nombre des recommandations du présent document, les ACVM devront conclure des accords d'échange d'information et de coopération avec les organismes de réglementation internationaux, ainsi qu'avec les référentiels centraux de données et les contreparties centrales à l'étranger. Le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC est à élaborer un mécanisme

Réglementation des dérivés de gré à gré au Canada

d'échange d'information qui devra reposer sur des instruments juridiques, comme des protocoles d'entente.

Rapport de suivi

L'application pratique des recommandations formulées dans le présent document exigera des efforts considérables en matière de conception et de mise en œuvre et fera l'objet d'un autre document de consultation publique.