

Autorités canadiennes en valeurs mobilières  
Document de consultation 91-404 des ACVM  
Dérivés : Séparation et transférabilité dans la  
compensation des dérivés de gré à gré

## **Document de consultation des ACVM – Séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré**

Le 2 novembre 2010, le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés (le « Comité ») a publié le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le « Document de consultation 91-401 »)<sup>1</sup>. Ce document de consultation publique traitait de la réglementation du marché des dérivés de gré à gré et présentait des propositions générales à cet égard. Le Comité sollicitait les commentaires du public sur les propositions et a reçu les mémoires de 18 parties intéressées<sup>2</sup>. Le Comité a continué de suivre les propositions réglementaires et l'évolution de la législation à l'échelle mondiale et d'y apporter sa contribution, ainsi que de collaborer avec les autres organismes de réglementation canadiens<sup>3</sup>, la banque centrale et les participants au marché. Le présent document de consultation s'inscrit dans une série de huit documents donnant suite aux propositions réglementaires énoncées dans le Document de consultation 91-401 et présente un ensemble de projets de règles encadrant le traitement des garanties données par les participants au marché relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré faisant l'objet d'une compensation centralisée. Il traite en particulier de la séparation des biens affectés en garantie de ces opérations par les clients qui les font indirectement compenser par une contrepartie centrale en passant par un membre compensateur de la contrepartie. Il traite également du transfert des garanties attribuables aux clients et de leurs positions entre les membres compensateurs de la contrepartie centrale.

Les dérivés de gré à gré sont négociés sur un marché réellement mondial qui ne peut être réglementé de façon efficace que par un effort global et concerté des organismes de réglementation à l'échelle internationale. Le Comité entend travailler avec les organismes de réglementation étrangers pour élaborer des règles conformes aux normes internationalement reconnues. Le marché canadien des dérivés de gré à gré représente une part relativement petite du marché mondial et la majorité des opérations conclues par des participants au marché canadien le sont avec des contreparties étrangères. Ainsi, il est essentiel que les règles établies pour le marché canadien concordent avec les pratiques internationales afin que les participants au marché canadien et les infrastructures de marché canadiennes aient pleinement accès au marché international et soient réglementés conformément aux principes internationaux. Afin que les participants au marché canadien soient tous sur un pied d'égalité, des lois fédérales et provinciales doivent encadrer la séparation des biens donnés en garantie et la transférabilité des garanties et des positions. Les recommandations formulées dans le présent document visent à ce que les contreparties centrales effectuant la compensation de dérivés de gré à gré se dotent de règles et d'infrastructures adéquates permettant de séparer et de transférer les garanties d'une façon qui procure aux participants au marché des protections appropriées en vue de faciliter leur participation au marché des dérivés de gré à gré<sup>4</sup>. Les recommandations relatives à la séparation s'appliquent aux garanties des clients détenues aussi bien par les membres compensateurs que par les contreparties centrales. Elles ne concernent pas les garanties données par les membres compensateurs à la contrepartie centrale sur leurs propres positions<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Ce document est accessible au <http://www.lautorite.gc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>, au [http://www.osc.gov.on.ca/en/NewsEvents\\_nr\\_20101102\\_csa-rfc-derivatives.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/NewsEvents_nr_20101102_csa-rfc-derivatives.htm), au [http://www.albertasecurities.com/securitiesLaw/Regulatory%20Instruments/9/91-401/3672026-v1-CSA\\_Consultation\\_Paper\\_91-401.pdf](http://www.albertasecurities.com/securitiesLaw/Regulatory%20Instruments/9/91-401/3672026-v1-CSA_Consultation_Paper_91-401.pdf) et au [http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/securitieslaw/policy9/94-101\\_Consultation\\_Paper.pdf](http://www.bsc.bc.ca/uploadedFiles/securitieslaw/policy9/94-101_Consultation_Paper.pdf)

<sup>2</sup> Les mémoires sont accessibles au public au <http://www.lautorite.gc.ca/fr/encadrement-marches-derives-gc.html> et au <http://www.osc.gov.on.ca/en/30430.htm>.

<sup>3</sup> Dans le présent document de consultation, les « organismes de réglementation canadiens » s'entendent des organismes de réglementation prudentielle et du marché.

<sup>4</sup> Le présent document ne vise pas les contreparties centrales qui compensent des produits autres que des dérivés de gré à gré.

<sup>5</sup> À la connaissance du Comité, les positions des membres compensateurs sont actuellement séparées au niveau de la contrepartie centrale. Un document de consultation à venir du Comité approfondira la question du traitement des positions et des garanties des membres compensateurs.

Le Comité continuera d'observer l'élaboration de normes internationales et d'y participer et, en particulier, d'examiner les propositions de normes sectorielles en matière de séparation et de transférabilité afin d'harmoniser le plus possible l'approche canadienne avec les efforts internationaux. Il est à souhaiter que le présent document suscitera des commentaires et des discussions qui aideront les membres des ACVM à établir de nouvelles politiques et une nouvelle réglementation dans ce domaine.

## Sommaire

Les efforts déployés au Canada et à l'international pour promouvoir la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré amèneront certains participants au marché qui ne sont pas membres compensateurs d'une contrepartie centrale à faire compenser leurs opérations sur dérivés de gré à gré indirectement par des intermédiaires. Des mécanismes efficaces de séparation des garanties et de transférabilité au sein des contreparties centrales contribueront à réaliser la compensation indirecte d'une façon qui protège les positions et les garanties des clients et accroisse la résistance des contreparties centrales à la défaillance d'un membre compensateur. Voici le sommaire des principales constatations et recommandations exposées dans le présent document par le Comité en matière de séparation et de transférabilité et soumises à la consultation des participants au marché :

### 1. Séparation

a) La séparation est un moyen de protéger les garanties et les positions contractuelles des clients en les détenant et en les comptabilisant distinctement de celles de leur membre compensateur et de ses autres clients.

b) Une séparation efficace des garanties permet à la contrepartie centrale de distinguer avec efficacité les positions qui appartiennent aux clients, ce qui augmente la possibilité que ces derniers récupèrent ou transfèrent leur garantie.

c) Le Comité recommande que les membres compensateurs soient tenus de séparer les garanties des clients de leurs propres actifs, et que toutes les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré utilisent une structure de comptes permettant de distinguer efficacement les positions et les garanties appartenant aux clients d'un membre compensateur.

d) Le Comité recommande également que toutes les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré utilisent une structure de comptes permettant de distinguer et de séparer efficacement les positions et les garanties de chaque client d'un membre compensateur, plutôt que de tous ses clients, pris collectivement.

### 2. Transférabilité

a) La transférabilité se rapporte aux aspects opérationnels du transfert des positions contractuelles, des fonds ou des titres d'une partie à une autre par cession d'espèces ou d'instruments financiers.

b) La transférabilité des positions des clients et des garanties connexes est un mécanisme capital pour prévenir la fermeture des positions des clients en cas de défaillance ou d'insolvabilité d'un membre compensateur et permettre le transfert des positions et des garanties des clients à un ou plusieurs membres non défaillants sans avoir à liquider ou à rétablir les positions.

c) La transférabilité permet d'atténuer les difficultés liées à des conditions de marché tendues, d'assurer aux clients un accès continu à la compensation et, de façon générale, de favoriser l'efficacité des marchés financiers.

### 3. Modèles de séparation

a) Comme le calcul net des marges prête davantage aux insuffisances de marge sur les positions des clients, le Comité recommande que la marge initiale déposée par le client auprès de la contrepartie centrale soit calculée de façon brute.

b) Le Comité a examiné quatre modèles de séparation possibles pour le marché canadien, soit le *modèle de la séparation physique complète*, le *modèle de la séparation juridique complète*, le *modèle de la séparation juridique avec recours* et le *modèle des contrats à terme*.

c) Les principaux points à prendre en considération dans l'évaluation des modèles de séparation sont le degré de distinction des positions et des garanties des clients que permet chaque modèle (soit la tenue de comptes), la possibilité d'utiliser les fonds d'un client non défaillant pour remédier à une défaillance (soit le risque lié aux autres clients) et l'ordre de recouvrement appliqué par la contrepartie centrale selon sa séquence de défaillance.

d) Le Comité recommande que les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré soient tenues d'appliquer le *modèle de la séparation juridique complète*. Ce modèle assure une protection contre le risque lié aux autres clients et prévoit des obligations de tenue de comptes favorisant la transférabilité en cas d'insolvabilité ou de défaillance.

e) Le *modèle de la séparation physique complète* offre également des protections, mais il pourrait être plus coûteux et ne procurerait pas aux clients des membres compensateurs un degré de protection notablement plus élevé.

f) Le Comité est conscient que certaines contreparties centrales protègent les garanties des clients et facilitent la transférabilité grâce à d'autres modèles de séparation. Le cas échéant, il recommande d'exiger que la contrepartie centrale prouve que son modèle de séparation procure une protection équivalente à celle offerte par le *modèle de la séparation juridique complète*.

g) Le Comité estime qu'il ne serait pas efficace, en vertu du droit canadien, de permettre aux contreparties centrales d'offrir aux clients divers modèles de séparation pour la compensation parce qu'on peut douter que les clients choisissant des degrés élevés de séparation jouiraient d'une plus grande protection en cas d'insolvabilité du membre compensateur.

h) Le Comité recommande que toutes les contreparties centrales exerçant des activités au Canada soient tenues de fournir aux organismes provinciaux compétents de réglementation du marché de l'information sur les modalités d'application de la législation sur la faillite et l'insolvabilité aux garanties des clients en cas d'insolvabilité du membre compensateur, comme élément du processus de reconnaissance. Cette information aidera les organismes de réglementation du marché à déterminer si une contrepartie centrale offre aux clients des protections appropriées pour la compensation indirecte.

#### **4. Utilisation des garanties des clients**

Si une contrepartie centrale ou un membre compensateur est autorisé à réinvestir une garantie déposée, le Comité recommande que les placements soient limités aux instruments comportant un risque minimal de crédit, de marché et de liquidité.

#### **5. Détention des garanties des clients**

Le Comité recommande que la contrepartie centrale confie les garanties des clients à une ou plusieurs entités supervisées, réglementées et dotées de pratiques comptables, de procédures de garde et de contrôles internes rigoureux.

#### **6. Législation applicable aux garanties des clients**

Le Comité est à évaluer s'il pourrait y avoir des avantages pour le marché canadien à exiger que la garantie du client soit soumise au droit canadien.

#### **7. Diffusion des règles des contreparties centrales en matière de séparation et de transférabilité**

a) Le Comité recommande que toutes les contreparties centrales soient tenues de rendre publics, de façon claire et accessible, les mécanismes de séparation et de transférabilité prévus dans leurs règles, politiques et procédures.

b) Avant d'ouvrir un compte pour un client, les membres compensateurs devraient avoir l'obligation d'obtenir de ce dernier la confirmation qu'il a pris connaissance de l'information diffusée par la contrepartie centrale.

## **8. Obligations relatives à la transférabilité**

a) Le Comité recommande que chaque organisme provincial de réglementation du marché introduise une réglementation exigeant que la structure de toute contrepartie centrale pour la compensation des dérivés de gré à gré favorise la transférabilité des positions et des garanties des clients.

b) Le Comité estime que la transférabilité des positions et des garanties des clients ne devrait pas se limiter aux situations où il y a défaillance, mais devrait être offerte aux clients, à leur discrétion.

## **9. Séparation et opérations sur dérivés de gré à gré non compensés**

Le Comité estime que les parties à une opération sur dérivés de gré à gré non compensée devraient être libres de négocier le degré requis de séparation des garanties, mais recommande cependant d'obliger les courtiers en dérivés à offrir des mécanismes prévoyant la détention des garanties par un tiers dépositaire.

## **10. Questions relatives à la séparation et à la transférabilité en droit canadien**

a) Le Comité et certains organismes fédéraux ont conjointement étudié certaines questions relatives au droit canadien qui pourraient avoir des conséquences sur la sécurité et l'efficacité de la compensation au Canada. Il faudra approfondir ces questions pour veiller à ce que le cadre juridique canadien soutienne adéquatement la séparation, la transférabilité et la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré en général.

b) Le Comité recommande l'institution d'un régime d'opposabilité par maîtrise des garanties en espèces par la modification de la *Loi sur les sûretés mobilières* (la « LSM ») de chaque province (et du registre des droits personnels et réels mobiliers (« RDPRM »)) pour permettre la constitution de sûretés de premier rang sur les espèces données en garantie relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré.

c) De l'avis du Comité, pour qu'une contrepartie centrale soit autorisée à offrir des services de compensation indirecte au Canada, les lois sur la faillite et l'insolvabilité ne devraient pas compromettre sa capacité à procéder diligemment à la cessation de la relation entre les membres compensateurs et leurs clients, au transfert des positions et à la réalisation des garanties.

## 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 prendra fin le 10 avril 2012.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers ([www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)) et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ([www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.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 de l'Ontario  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
Nova Scotia Securities Commission  
Saskatchewan Financial Services Commission

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

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec)  
H4Z 1G3  
Télécopieur : 514-864-6381  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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  
Courrier électronique : [jstevenson@osc.gov.on.ca](mailto: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](mailto:derek.west@lautorite.qc.ca)

Kevin Fine  
Director, Derivatives Branch  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-8109  
[kfine@osc.gov.on.ca](mailto:kfine@osc.gov.on.ca)

Doug Brown  
General Counsel and Director  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204-945-0605  
[doug.brown@gov.mb.ca](mailto:doug.brown@gov.mb.ca)

Michael Brady  
Senior Legal Counsel  
British Columbia Securities Commission  
604-899-6561  
[mbrady@bcsc.bc.ca](mailto:mbrady@bcsc.bc.ca)

Debra MacIntyre  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
Alberta Securities Commission  
403-297-2134  
[debra.macintyre@asc.ca](mailto:debra.macintyre@asc.ca)

Susan Powell  
Conseillère juridique principale  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
506-643-7697  
[susan.powell@nbsc-cvmnb.ca](mailto:susan.powell@nbsc-cvmnb.ca)

Abel Lazarus  
Securities Analyst  
Nova Scotia Securities Commission  
902-424-6859  
[lazaruah@gov.ns.ca](mailto:lazaruah@gov.ns.ca)



## 1. Introduction

Conformément aux engagements pris par le Canada dans le cadre du G20, le Comité recommande la compensation obligatoire des opérations sur dérivés de gré à gré qui sont jugées compensables et susceptibles de compensation<sup>6</sup>. Pour des explications détaillées sur la compensation, se reporter au Document de consultation 91-401. Une contrepartie centrale peut réduire les risques auxquels sont exposés les participants au marché en imposant à ces derniers des contrôles du risque plus rigoureux et, dans de nombreux cas, peut accroître l'efficacité en réduisant l'ensemble des obligations de garantie grâce à la compensation multilatérale des opérations<sup>7</sup>. Elle tend également à améliorer la liquidité des marchés qui reçoivent ses services, car elle peut limiter les risques pour les participants. Toutefois, elle concentre aussi les risques et la responsabilité de sa gestion. Il est donc essentiel, pour l'infrastructure des marchés concernés, que le contrôle du risque exercé par la contrepartie centrale soit efficace et ses ressources financières, adéquates. La contrepartie centrale doit imposer à ses membres compensateurs, pour leur participation directe, des critères d'admissibilité rigoureux afin de renforcer son intégrité et sa stabilité financières. Les critères d'admissibilité ne garantissent pas seulement que le membre éventuel ait des assises financières solides, mais aussi qu'il dispose de ressources suffisantes pour aider la contrepartie centrale à se prémunir contre certaines difficultés, notamment l'insolvabilité ou la défaillance de l'un de ses membres compensateurs, et qu'il ait les capacités opérationnelles de participer au processus de gestion des défaillances. Le Comité s'attend donc à ce que bon nombre d'investisseurs participants et de petits intermédiaires financiers ne soient pas admissibles comme membres compensateurs directs ou, s'ils le sont, à ce qu'ils estiment plus efficace d'effectuer la compensation par l'intermédiaire d'un tiers.

Ainsi, de nombreux participants au marché des dérivés de gré à gré s'adresseront à des intermédiaires financiers qui sont membres compensateurs directs d'une contrepartie centrale pour compenser leurs opérations sur ces instruments. Les parties aux opérations sur dérivés de gré à gré faisant l'objet d'une compensation centrale prennent en charge des positions économiques contractuelles opposées et la contrepartie centrale intervient comme contrepartie de chaque côté de l'opération. Dans une opération compensée pour un client qui n'est pas un membre compensateur, soit le membre compensateur qui effectue l'opération pour le compte du client prend en charge la position opposée à celle de la contrepartie centrale, soit un autre membre compensateur se porte contrepartie et prend en charge la position opposée à celle du client. Une fois l'opération compensée, le côté de l'opération faisant intervenir le client, le membre compensateur et la contrepartie centrale est traité différemment selon le modèle de compensation appliqué par la contrepartie centrale à l'égard des clients.

Les deux principaux modèles de compensation indirecte sont celui faisant intervenir une « contrepartie » (le « modèle de l'opération de contrepartie »), et celui faisant intervenir un « mandataire » (le « modèle de l'opération pour compte de tiers »)<sup>8</sup>.

### a) *Modèle de l'opération de contrepartie*

Selon ce modèle, le client conclut une opération bilatérale avec un membre compensateur, lequel conclut ensuite avec la contrepartie centrale une opération compensée dont les modalités sont identiques à celles de l'opération conclue avec le client (une opération miroir). Ce modèle implique que le client a généralement l'obligation de fournir au membre compensateur une garantie à titre de marge pour l'opération initiale. De son côté, le membre compensateur est tenu de déposer auprès de la contrepartie centrale une marge applicable à l'opération miroir. Or, dans la pratique, le membre compensateur utilisera la marge du client pour exécuter son obligation de déposer auprès de la contrepartie centrale une marge couvrant l'opération miroir. On peut donc considérer que la

---

<sup>6</sup> Document de consultation 91-401, page 29, et *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'État et de gouvernement* (24 et 25 septembre 2009) et *La déclaration du Sommet du G20 à Toronto* (26 et 27 juin 2010), accessibles au [http://www.g20.org/pub\\_communiqués.aspx](http://www.g20.org/pub_communiqués.aspx).

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> Il convient de préciser qu'il existe de nombreux modèles de compensation indirecte, et que de nouveaux modèles peuvent apparaître. Ces modèles ne sont donnés qu'à titre d'exemples.

valeur de la marge du client (ou un bien de valeur équivalente) transite par le membre compensateur vers la contrepartie centrale<sup>9</sup>.

b) *Modèle de l'opération pour compte de tiers*

Ce modèle suppose la conclusion d'une convention en vertu de laquelle le membre compensateur accepte de conclure, pour le compte d'un client, une opération sur dérivés avec la contrepartie centrale. Selon ce modèle, le membre compensateur réalise une opération bilatérale avec la contrepartie centrale en tant que mandataire du client. Même si le client a des obligations directes envers la contrepartie centrale, le membre compensateur est tenu de les garantir. Ce modèle prévoit également que le membre compensateur est responsable de l'opération du client en tant que contrepartie et conserve l'entière responsabilité de la perception et du paiement de la marge. Dans la pratique, il transférera la marge du client à la contrepartie centrale et les modalités de dépôt de la marge du client auprès de la contrepartie seront généralement les mêmes que dans le modèle de l'opération de contrepartie<sup>10</sup>.

Le Comité souhaite obtenir des commentaires sur les distinctions entre ces deux modèles qui devraient entrer en ligne de compte dans l'établissement des politiques et des règles en matière de séparation et de transférabilité.

**Q1 : Existe-t-il des différences entre le modèle de l'opération de contrepartie et celui de l'opération pour compte de tiers dont le Comité devrait tenir compte dans l'établissement des politiques et des règles en matière de séparation et de transférabilité?**

**1.1 Marge du client**

Bien que les modèles de l'opération de contrepartie et de l'opération pour compte de tiers diffèrent sur le plan des obligations légales techniques, ces deux structures de compensation indirecte exigent des clients qu'ils déposent des biens auprès des membres compensateurs en garantie de leurs obligations.

Il existe deux types de garantie relativement aux opérations sur dérivés : la marge initiale et la marge de variation. La marge initiale, souvent appelée montant indépendant dans les ententes de l'International Swaps and Derivatives Association (« ISDA »), est une garantie donnée au moment de la conclusion d'une opération sur dérivés de gré à gré comme protection contre les pertes découlant des variations éventuelles de la valeur du contrat, en cas de défaillance d'une contrepartie, et également contre le risque de contrepartie. La marge de variation est un supplément de garantie déposé en fonction de la variation de la valeur de marché d'un contrat dérivé. Dans le contexte de la compensation indirecte, le membre compensateur est tenu de satisfaire aux exigences de garantie de la contrepartie centrale, notamment en matière d'appel, de dépôt et de remboursement de garantie de façon quotidienne ou intrajournalière, relativement aux contrats dérivés des clients ayant recours aux services d'un membre compensateur. Le membre compensateur assume le risque de défaillance de son client si la garantie de ce dernier ne suffit plus à couvrir ses obligations. Toutefois, la garantie du client peut aussi être soumise à des risques en cas de défaillance ou d'insolvabilité du membre compensateur. Les principes énoncés dans le présent document visent à exiger que les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré et leurs membres compensateurs exercent leurs activités d'une façon qui protège les garanties des clients, particulièrement en cas de défaillance ou d'insolvabilité du membre compensateur.

---

<sup>9</sup> Financial Markets Law Committee, *The European Market Infrastructure Regulation*, Issue 156 – OTC Derivatives, octobre 2011 (FMCL), page 16. Le rapport précise que, selon le modèle de LCH.Clearnet, le droit de remboursement de l'excédent de marge du client appartient au membre compensateur, mais il est grevé d'une sûreté en faveur du client, page 17. La *Loi sur les sûretés mobilières* (Ontario) (la « LSMO »), L.R.O. 1990, chapitre P.10, par exemple, définit la sûreté comme un intérêt sur des biens meubles qui garantit le paiement ou l'exécution d'une obligation, notamment les intérêts suivants, qu'ils garantissent ou non le paiement ou l'exécution d'une obligation : a) l'intérêt du cessionnaire d'un compte ou d'un acte mobilier; b) l'intérêt du bailleur d'objets dans le cadre d'un bail de plus d'un an. (« security interest »).

<sup>10</sup> *Ibid.*, page 17.

La transférabilité, soit la capacité de transférer de façon rapide et efficiente les comptes de clients<sup>11</sup> d'un membre compensateur insolvable ou défaillant à d'autres membres solvables, constitue un élément clé de la gestion des risques d'une contrepartie centrale. Pour opérer le transfert, les garanties et les positions du client doivent être immédiatement déterminables, transférables et non grevées. Si la garantie d'un client ne peut être distinguée des actifs appartenant au membre compensateur insolvable ou défaillant, il est possible qu'elle ne puisse servir en exécution de l'obligation pour laquelle elle a été affectée ou encore que sa disponibilité soit retardée. Cette éventualité pourrait frustrer les clients de leurs positions et, potentiellement, compromettre la capacité de la contrepartie centrale de transférer de façon efficiente des positions de clients d'un membre compensateur insolvable ou défaillant à d'autres membres solvables. Les règles, procédures et politiques d'une contrepartie centrale devraient donc, dans toute la mesure du possible, être conçues de façon à ce que les garanties et les positions d'un client puissent être séparées et transférées avec efficacité, et la législation locale devrait soutenir ces mécanismes.

Le présent document énonce des propositions visant à protéger les actifs des clients des membres compensateurs et à accroître potentiellement la résistance des contreparties centrales à l'insolvabilité et aux défaillances de leurs membres compensateurs en facilitant le transfert des comptes et des garanties des clients sans coûts indus pour le marché des dérivés de gré à gré. Il donne également un aperçu des lois canadiennes qui s'appliquent actuellement aux mécanismes de séparation et de transférabilité, de même que des questions à prendre en considération en vue d'une réforme des lois qui renforcerait la certitude juridique de la séparation et de la transférabilité.

Le Comité invite les participants au marché et le public à lui présenter des mémoires en réponse aux questions soulevées dans le présent document de consultation.

## 2. Séparation et transférabilité

La séparation et la transférabilité sont des éléments essentiels d'une compensation indirecte et sécuritaire des opérations sur dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale. L'établissement de mécanismes efficaces de séparation et de transférabilité constitue une priorité internationale. Le rapport consultatif publié récemment par un groupe de travail établi conjointement par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (« CSPR ») de la Banque des règlements internationaux et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV »), intitulé *Principles for financial market infrastructures* (le « rapport CSPR-OICV »)<sup>12</sup>, propose un nouveau principe selon lequel toutes les contreparties centrales devraient établir des règles et des procédures rendant possible la séparation et la transférabilité des positions et des garanties appartenant aux clients de leurs membres compensateurs<sup>13</sup>. Le rapport recommande ce qui suit :

[TRADUCTION] *La contrepartie centrale devrait se doter de mécanismes de séparation et de transférabilité pour protéger les positions et les garanties des clients dans toute la mesure du possible en vertu du droit applicable, particulièrement en cas de défaillance ou d'insolvabilité d'un participant*<sup>14</sup>.

Le CSPR et l'OICV ont fait ressortir les principaux aspects de la séparation et de la transférabilité à prendre en considération. La liste complète de ces points est jointe en Annexe A du présent document<sup>15</sup>.

---

<sup>11</sup> Lesquels comprennent les positions ouvertes et la garantie connexe.

<sup>12</sup> Le rapport consultatif du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs intitulé *Principles for financial market infrastructures* (mars 2011) est accessible à l'adresse suivante : <http://www.bis.org/publ/cpss94.htm>.

<sup>13</sup> Une contrepartie centrale constitue l'un des nombreux types d'infrastructures du marché financier. Parmi celles-ci, on compte, notamment, les systèmes de paiement, les systèmes de règlement des opérations sur titres, les dépositaires centraux de titres et les référentiels centraux de données.

<sup>14</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 66.

<sup>15</sup> Puisque ce rapport est consultatif, les principes définitifs pourraient différer.

Les parties qui suivent introduisent ces deux concepts et expliquent leur importance pour la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré.

## 2.1 Séparation

Sur le marché des dérivés de gré à gré, les participants concluent des opérations qui créent l'obligation contractuelle d'effectuer des paiements ou d'accomplir certains actes ultérieurement et d'acquérir les droits correspondants. Comme il est mentionné ci-dessus, en vue de garantir l'exécution de ces obligations futures, les contreparties centrales exigent de leurs membres compensateurs (soit pour leur compte, soit pour celui de leurs clients) qu'ils fournissent une garantie. En d'autres termes, la contrepartie centrale tente de se protéger en détenant des sommes qui couvriraient ses pertes potentielles, si une partie aux opérations devait manquer à ses obligations. La garantie d'un client qui fait compenser une opération indirectement en s'adressant à un intermédiaire financier ou à un autre participant au marché qui est membre d'une contrepartie centrale sera fournie, selon le cas :

- par le client aux membres compensateurs, pour leur compte;
- par le membre compensateur à la contrepartie centrale<sup>16</sup>.

En cas d'insolvabilité du membre, ses créanciers et les représentants en insolvabilité pourraient utiliser la garantie du client qui n'a pas été séparée des actifs du membre insolvable afin d'éteindre des créances qui n'ont aucun lien avec les opérations compensées<sup>17</sup>, ce qui met en péril les garanties des clients, risque d'empêcher le transfert des comptes et des garanties des clients et, plus généralement, pourrait miner la confiance dans le marché des opérations sur dérivés de gré à gré compensées.

La séparation des garanties est un moyen de protéger les garanties et les positions contractuelles des clients en les détenant et en les comptabilisant distinctement de celles du membre compensateur<sup>18</sup>. Les principes énoncés par le CSPR et l'OICV sur la séparation préconisent ce qui suit : [Traduction] « La contrepartie centrale devrait employer une structure de comptes lui permettant de distinguer et de séparer facilement les positions et les garanties appartenant au client d'un participant. »<sup>19</sup>. Une séparation efficace des garanties permet à la contrepartie centrale de déterminer avec efficacité les positions qui appartiennent aux clients, ce qui augmente la possibilité que ces derniers récupèrent ou transfèrent leur garantie. Selon le Comité, la protection des garanties des clients suppose la mise en place de règles exigeant qu'elles soient détenues distinctement de celles du membre compensateur.

En vertu de la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, les courtiers, les conseillers et les représentants doivent garder les biens des clients séparés de leurs propres biens et tenir à leur égard une comptabilité distincte<sup>20</sup>. Une approche semblable est adoptée pour les contrats à terme dans la législation sur les contrats à terme sur marchandises en Ontario et au Manitoba, laquelle interdit la confusion des biens donnés en garantie par le client avec les actifs des courtiers<sup>21</sup>. Aux États-Unis, la loi intitulée *Dodd-Frank Wall*

---

<sup>16</sup> Il est à noter que la marge du client ne fait pas que transiter par le membre compensateur vers la contrepartie centrale. Le membre devra bien souvent déposer auprès de cette dernière des biens de valeur équivalente puisque les biens déposés initialement par le client auprès du membre ne respectent pas les exigences de la contrepartie centrale. Le membre compensateur peut aussi fournir, pour le compte du client, une garantie couvrant les exigences de marge.

<sup>17</sup> C'est-à-dire que la garantie du client pourrait faire partie des biens du membre failli, le client se trouvant dans la position du créancier non garanti. La séparation des garanties des clients des actifs d'un membre compensateur peut faire en sorte que le régime d'insolvabilité applicable donne préséance aux créances des clients sur certains actifs mis en commun ou encore permet de faire valoir que les actifs n'appartiennent pas au membre compensateur, mais à ses clients.

<sup>18</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 66.

<sup>19</sup> *Ibid.*, page 67

<sup>20</sup> *Loi sur les instruments dérivés* du Québec, L.R.Q., chapitre I-14.01 (la « LIDQ »), article 72. Il convient de noter que cette obligation est accompagnée de la mention suivante : « sauf si la loi, un règlement ou les règles auxquelles il est assujéti en disposent autrement. ».

<sup>21</sup> Se reporter au paragraphe 1 de l'article 46 de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l'Ontario, L.R.O. 1990, Chapitre C.20 et de la *Loi sur les contrats à terme de marchandises* du Manitoba, C.P.L.M. c. C152. Certaines lois provinciales sur les valeurs mobilières et certaines règles de l'Organisme canadien de

*Street Reform and Consumer Protection Act* (la « Loi Dodd-Frank ») exige qu'une personne qui détient les actifs d'un client afin de couvrir ou de garantir des swaps compensés par contrepartie centrale s'inscrive à titre de négociant-commissionnaire en contrats à terme<sup>22</sup> et sépare les garanties des clients de leurs propres fonds et les comptabilise de façon distincte. Les garanties des clients déposées par un membre compensateur défaillant ne peuvent être appliquées à ses positions en cas de défaillance de sa part<sup>23</sup>. Elles ne peuvent pas non plus servir à couvrir ou à garantir les opérations sur dérivés d'autres clients<sup>24</sup>. En phase avec cette approche, la Commission européenne propose d'enjoindre à chaque membre compensateur de séparer les actifs et les positions de leurs clients de ses propres actifs<sup>25</sup>. Deux mémoires reçus en réponse au Document de consultation 91-401 appuient explicitement ce mode de séparation<sup>26</sup> et aucun commentaire reçu ne s'y oppose.

### Recommandation

Le Comité recommande que les membres compensateurs soient toujours tenus de séparer les garanties des clients de leurs propres actifs, et que toutes les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré utilisent une structure de comptes permettant de distinguer et de séparer efficacement les positions et les garanties appartenant aux clients d'un membre compensateur de celles appartenant à ce dernier.

Comme il est mentionné ci-après, le Comité recommande également que toutes les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré utilisent une structure de comptes permettant de distinguer et de séparer efficacement les positions et les garanties appartenant à chaque client d'un membre compensateur, plutôt qu'à l'ensemble de ses clients, collectivement.

Comme il est mentionné ci-dessus, le concept de séparation s'applique également au mode de détention individuel ou collectif des garanties des clients du membre compensateur. Dans certains territoires étrangers, il est permis aux intermédiaires financiers ou aux contreparties centrales de regrouper les garanties des clients au sein d'un compte omnibus ou consolidé (un « compte omnibus ») qui est distinct des actifs du membre

---

réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») exigent aussi que le courtier sépare les actifs des clients.

<sup>22</sup> *Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act*, Pub.L.III-203, H.R. 4173, alin. 721(a)(47), en ligne sur le site du U.S. Government Printing Office <[http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111\\_cong\\_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf)>. La Loi Dodd-Frank définit l'expression *futures commission merchant* comme suit : [Traduction] « A) DE FAÇON GÉNÉRALE- l'expression *futures commission merchant* désigne une personne physique, une association, une société de personnes, une personne morale ou une fiducie, i) qui accomplit l'un des actes suivants : aa) elle sollicite ou accepte des ordres visant ce qui suit : AA) l'achat ou la vente d'une marchandise pour fins de livraison à terme; BB) des contrats à terme sur titres (*security futures product*); CC) un swap; DD) une convention, un contrat ou une opération qui est décrit à la sous-disposition i de la disposition C du sous-paragraphe 2 du paragraphe c ou à la sous-disposition i de la disposition D du sous-paragraphe 2 du paragraphe c de l'article 2; EE) une option sur marchandises autorisée en vertu du paragraphe c de l'article 4; FF) une opération avec effet de levier autorisée en vertu de l'article 19; ou bb) elle agit à titre de contrepartie relativement à une convention, un contrat ou une opération qui est décrit à la sous-disposition i de la disposition C du sous-paragraphe 2 du paragraphe c ou à la sous-disposition i de la disposition D du sous-paragraphe 2 du paragraphe c de l'article 2; II) relativement aux activités décrites à la disposition aa ou bb du sous-paragraphe I, elle accepte des espèces, des titres ou des biens (ou consent un crédit) afin de couvrir ou de garantir les opérations ou les contrats qui en résultent ou peuvent en résulter; ou ii) qui est inscrite auprès de la Commission à titre de négociant-commissionnaire en contrats à terme (*futures commission merchant*). B) DÉFINITION SUPPLÉMENTAIRE – La Commission peut, par voie réglementaire, inclure dans cette définition ou en exclure toute personne qui sollicite ou accepte des ordres ou qui agit à titre de contrepartie relativement à une convention, un contrat ou une opération qui est assujéti à la présente loi, et qui accepte des espèces, des titres ou des biens (ou qui consent un crédit) afin de couvrir ou de garantir les opérations ou les contrats qui en résultent ou peuvent en résulter, si la Commission estime qu'un tel règlement permettra l'application de la présente loi. », *Ibid.*, paragraphe 10 de l'article 721.

<sup>23</sup> *Ibid.*

<sup>24</sup> *Ibid.*, la disposition 2 du sous-paragraphe f du paragraphe d de l'article 4.

<sup>25</sup> *Proposition de Règlement 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) (la « proposition de règlement du Parlement européen »), paragraphe 1 de l'article 37.

<sup>26</sup> Mémoires présentés par le Groupe TMX le 24 janvier 2011 et le Mouvement Desjardins le 13 janvier 2011 (« Desjardins »). Desjardins suggère un seuil minimal pour les obligations de séparation.



compensateur. Cette pratique est également permise dans certains territoires canadiens pour les contrats à terme<sup>27</sup>. Ce mode de séparation peut mettre en péril la garantie du client en cas de défaillance simultanée du membre compensateur et d'un de ses clients (appelée parfois « double défaillance »). Par exemple, selon ce modèle de mise en commun, en cas de défaillance du membre compensateur et de son client, les règles de certaines contreparties centrales sur la séquence de défaillance<sup>28</sup> prévoient que les garanties des clients non défaillants déposées dans le compte omnibus de ce membre peuvent servir à combler l'insuffisance globale de marge dans le compte du client qui découle de la défaillance de ce dernier<sup>29</sup>. Une séparation plus poussée entre les comptes des clients éliminerait ce risque lié aux autres clients. Si la garantie du client se trouve dans un compte individuel (ou suffisamment séparé en droit<sup>30</sup>), il sera possible de prendre des mesures visant à ce que seule la garantie du client défaillant puisse alors couvrir les pertes liées à la défaillance<sup>31</sup>. Bien qu'elle soit potentiellement plus coûteuse et plus complexe sur le plan opérationnel, la séparation en comptes individuels (par opposition à un compte omnibus) peut aider à ce que les actifs d'un client ne servent pas au règlement des obligations d'autres clients du membre compensateur.

Les commentaires reçus sur le Document de consultation 91-401 concernant le degré de séparation à imposer ou à offrir aux participants au marché étaient partagés. Certains intervenants étaient en faveur de la séparation en comptes individuels<sup>32</sup> alors que d'autres s'opposaient à ce qu'on rende ce mode de séparation obligatoire<sup>33</sup>. Les premiers invoquent les risques liés aux autres clients et le risque systémique. Les deux intervenants s'opposant à ce mode de séparation objectent les coûts élevés qui y seraient associés et affirment que le niveau de séparation devrait être négocié en privé entre les contreparties à l'opération<sup>34</sup>. La partie 3 ci-après aborde en détail les avantages et les inconvénients des divers modèles de séparation.

## 2.2 Transférabilité

En plus d'assurer la protection des garanties des clients, une séparation efficace peut faciliter le transfert rapide et efficient des positions et des garanties des clients<sup>35</sup>. Cette faculté, la « transférabilité », se rapporte aux aspects opérationnels du transfert des positions contractuelles, des fonds ou des titres d'une partie à une autre par cession d'espèces ou d'instruments financiers<sup>36</sup>. En cas d'insolvabilité ou de défaillance d'un membre compensateur, l'établissement de mécanismes efficaces de transférabilité permettrait le transfert des positions et des garanties de ces clients à d'autres membres compensateurs solvables sans avoir à liquider ou à rétablir les positions. En fonction des règles de la contrepartie centrale concernée, les positions du client pourraient être prises en charge volontairement par des membres compensateurs solvables au terme d'une procédure

---

<sup>27</sup> Cette pratique est permise en vertu du paragraphe 3 de l'article 46 de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l'Ontario et du paragraphe 3 de l'article 46 de la *Loi sur les contrats à terme de marchandises* du Manitoba.

<sup>28</sup> La séquence de défaillance d'une contrepartie centrale désigne l'ordre dans lequel les fonds deviennent disponibles pour remédier à la défaillance de l'un de ses membres compensateurs.

<sup>29</sup> Rapport sur la stabilité financière dans le monde, *Meeting New Challenges to Stability And Building A Safer System*, du Fonds monétaire international, avril 2010, (le « FMI »), page 14. Il convient de préciser qu'en cas de défaillance d'un client d'un membre compensateur qui, lui, ne serait pas défaillant, ce dernier serait responsable de l'insuffisance de marge.

<sup>30</sup> Voir la partie 3 pour en connaître davantage sur la séparation juridique.

<sup>31</sup> Rapport du Fonds monétaire international, note 29, page 14.

<sup>32</sup> Voir notamment les mémoires présentés aux ACVM par Fidelity Investments le 17 janvier 2011, par Invesco Trimark Ltd. et TD Asset Management Inc. le 14 janvier 2011 et par Desjardins. Desjardins suggère un seuil minimal pour les obligations de séparation.

<sup>33</sup> Voir notamment les mémoires présentés aux ACVM par Hunton and Williams et le Groupe TMX.

<sup>34</sup> Il convient de préciser qu'il ne serait possible de négocier le niveau de séparation que si les règles des contreparties centrales autorisaient et facilitaient différents modèles de séparation.

<sup>35</sup> La séparation complète des comptes des clients peut favoriser la transférabilité parce qu'elle permet de distinguer clairement et rapidement la garantie d'un client et que la totalité de la garantie maintenue dans le compte individuel du client est uniquement affectée à la couverture de ses positions; il devrait donc y avoir suffisamment de fonds pour couvrir son exposition. La garantie d'un client déposée dans un compte omnibus peut également être transférée, mais la transférabilité pourrait être difficile lorsque le compte est déficitaire ou que des droits grevant la garantie s'opposent. Voir Craig Pirrong, *The Economics of Central Clearing: Theory and Practice*, page 32, accessible au [www2.isda.org](http://www2.isda.org).

<sup>36</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 67.

comme une vente aux enchères, attribuées à des membres solvables par la contrepartie centrale, cédées à un membre suppléant désigné à l'avance ou encore être fermées, auquel cas les actifs seraient remis au client<sup>37</sup>.

La transférabilité des positions des clients et des garanties connexes est capitale afin d'éviter que les droits des clients ne soient lésés en cas d'insolvabilité ou de défaillance d'un membre compensateur<sup>38</sup>. Le transfert des positions et des garanties d'un client à un autre membre compensateur permettrait d'éviter la liquidation des positions et les coûts des opérations qui y sont associés (par exemple, le coût de rétablissement des positions couvertes ou de constitution d'une nouvelle garantie pour les positions existantes). La transférabilité permet également d'atténuer les difficultés liées à des conditions de marché tendu<sup>39</sup>, d'offrir aux clients un accès continu à la compensation et, de façon générale, de favoriser l'efficacité des marchés financiers.

Les parties qui suivent décrivent en détail les approches possibles concernant la séparation entre la garantie d'un client et celles fournies par les autres clients du membre compensateur ainsi que la transférabilité de ces garanties. Le Comité cherche à protéger les positions et les garanties des clients de membres compensateurs et à promouvoir la transférabilité sans imposer de coûts exagérés pour les clients et les intervenants du secteur des dérivés de gré à gré.

### **3. Séparation entre les comptes des clients**

#### **3.1 Approches sur la scène internationale**

Certains des principaux pays en volume de négociation et grands organismes internationaux de réglementation ont étudié et publié des analyses ou des projets de réglementation concernant les modèles de séparation. Bien que l'efficacité de chaque modèle dépende du droit national des pays concernés, le Comité estime qu'en raison de la nature internationale de la compensation des dérivés de gré à gré, une harmonisation des approches est éminemment souhaitable.

##### *a) Principes énoncés dans le rapport CSPR-OICV*

Le rapport CSPR-OICV présente une description générale très utile de diverses méthodes de séparation des comptes de clients. Il fait valoir que le degré de protection offert par la séparation dépend du type de compte, soit individuel, soit omnibus. En outre, il cherche à établir si le calcul de la marge devrait se faire de façon brute ou de façon nette et donne les grandes lignes de ces deux options<sup>40</sup>.

Les comptes individuels de clients offrent un degré plus élevé de protection car ils restreignent l'utilisation de la garantie du client à la couverture des pertes associées à une défaillance de sa part. Le rapport indique qu'une telle structure de compte permet l'entière transférabilité des positions et des garanties du client, mais signale qu'elle est exigeante sur le plan opérationnel et des ressources. Les principes énoncés par le CSPR et l'OICV ne prescrivent pas aux contreparties centrales de mettre en place ce type de structure, mais recommandent qu'elles envisagent de l'offrir à un coût raisonnable et sans l'assortir de restrictions<sup>41</sup>.

Les structures de comptes omnibus regroupent toutes les garanties des clients d'un membre compensateur dans un seul compte. Le fait que cette structure soit moins exigeante sur le plan opérationnel, puisque la contrepartie centrale n'a pas à établir et à maintenir un compte pour chaque client, représente son principal avantage. Dans certains cas, cette

---

<sup>37</sup> La transférabilité des positions et des garanties d'un client sera tributaire de la volonté et de la capacité des autres membres compensateurs d'accepter le transfert, à moins que les règles de la contrepartie centrale ne les y obligent. Les conditions du marché, l'existence d'information suffisante sur les comptes des clients et la complexité ou la taille du portefeuille sont des facteurs potentiellement déterminants. *Ibid.*, page 69.

<sup>38</sup> Rapport du Fonds monétaire international, note 29, page 14.

<sup>39</sup> Par exemple, les clients seraient moins tentés de « se dérober » si la solvabilité du membre compensateur est mise en cause.

<sup>40</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 67.

<sup>41</sup> *Ibid.*, page 69.

structure peut également accroître l'efficacité opérationnelle du transfert des positions et des garanties. Par exemple, lorsqu'un membre compensateur solvable accepte les comptes de tous les clients<sup>42</sup> d'un membre défaillant et qu'il n'y a aucune insuffisance dans le compte de marge des clients, un compte omnibus pourrait simplifier le processus de transfert. Le rapport CSPR-OICV indique que les comptes omnibus exigent des contreparties centrales et de leurs membres la tenue de registres exacts afin de vérifier rapidement la part d'un client dans les garanties mises en commun<sup>43</sup>.

Le rapport CSPR-OICV explique que le degré envisageable de protection des clients dépend du mode de calcul de la marge, soit de façon brute, soit de façon nette, appliqué par les contreparties centrales. Le calcul brut de la marge signifie que la marge de chaque client est déposée puis avancée à la contrepartie centrale. Le calcul net signifie que les positions des clients d'un membre compensateur sont dénouées et que seule la marge de l'exposition restante est avancée à la contrepartie centrale. Le calcul brut de la marge devrait assurer la constitution de garanties suffisantes pour toutes les positions des clients d'un membre compensateur. Il n'apporte aucune efficacité à la compensation, mais il prévient généralement les insuffisances de marge<sup>44</sup> sur les positions des clients, ce qui facilite le transfert des positions et des garanties des clients individuellement ou collectivement. Le rapport CSPR-OICV indique que, lorsque le calcul net porte sur plusieurs comptes de clients, les insuffisances de marge sur les positions des clients sont possibles parce que la garantie maintenue dans le compte omnibus couvre les positions nettes de tous les clients et peut ne pas être disponible immédiatement pour couvrir la marge de leurs positions futures<sup>45</sup>. Le fait que la garantie du client soit détenue de façon nette peut donc nuire à la transférabilité des comptes des clients.

#### b) *Approche américaine*

Aux États-Unis, la Commodity Futures Trading Commission (« CFTC ») a publié pour consultation publique un avis de projet de réglementation analysant quatre modèles possibles de séparation. Ces modèles sont présentés ci-dessous<sup>46</sup>.

##### i) *Modèle de la séparation physique complète*

Selon ce modèle (qui correspond à la « séparation en comptes individuels » décrite dans la rubrique précédente), le compte et la garantie de chaque client doivent être maintenus dans un compte individuel distinct auprès du membre compensateur et de la contrepartie centrale. Ce modèle protège le client contre les pertes liées aux positions ou aux placements des autres clients et interdit d'employer la garantie d'un client non défaillant comme ressource de la contrepartie centrale<sup>47</sup>. Il offre un degré élevé de protection pour la garantie du client mais il est le plus coûteux et le plus exigeant sur le plan administratif.

##### ii) *Modèle de la séparation juridique complète*<sup>48</sup>

---

<sup>42</sup> Le consentement du client serait vraisemblablement requis, sauf si les règles de la contrepartie centrale exigent l'acceptation d'office du transfert.

<sup>43</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 68.

<sup>44</sup> On dit qu'il y a « insuffisance de marge » lorsque les garanties dans le compte omnibus ne sont pas suffisantes pour exécuter les obligations de garantie des positions de chaque client.

<sup>45</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 68. À l'heure actuelle, en Europe, certaines contreparties centrales offrent l'option du calcul net de la marge.

<sup>46</sup> Pour obtenir une description plus détaillée de chaque modèle, se reporter à l'avis intitulé *Advance Notice of Proposed Rulemaking – Protection of Cleared Swaps Customers Before and After Commodity Broker Bankruptcies*, 75 Fed. Reg. 75162, 75-231, (2 décembre 2010), (le « document n°1 de la CFTC ») page 3716. On en trouvera également une description dans l'avis intitulé *Notice of Proposed Rulemaking – Protection of Cleared Swaps Customer Contracts and Collateral; Conforming Amendments to the Commodity Broker Bankruptcy Provisions*, 76 Fed. Reg. 33818, 76-111, (9 juin 2011) (le « document n° 2 de la CFTC »), page 33820 et dans le règlement final intitulé *Protection of Cleared Swaps Customer Contracts and Collateral; Conforming Amendments to the Commodity Broker Bankruptcy Provisions*, 17 CFR parties 22 et 190 (le « document n°3 de la CFTC »), page 29.

<sup>47</sup> Toutefois, la contrepartie centrale disposerait toujours de la garantie de son membre déposée pour ses propres positions afin de couvrir les pertes occasionnées par la défaillance d'un client.

<sup>48</sup> Également appelé, en anglais, *legal segregation with operational commingling* ou *LSOC model*.



Selon ce modèle de compte omnibus, les garanties de tous les clients peuvent être déposées dans un compte commun, mais elles sont inscrites au nom de chaque client et attribuées à chacun d'eux par la contrepartie centrale et le membre compensateur à raison de la garantie déposée par chacun. Le paiement et le calcul de la marge initiale entre la contrepartie centrale et les comptes des clients du membre compensateur s'effectuent de façon brute. Le membre compensateur peut déposer auprès de la contrepartie centrale le total de la marge requise à partir du compte omnibus, sans tenir compte du client à qui appartient la garantie. Toutefois, chaque membre compensateur serait tenu d'informer quotidiennement la contrepartie centrale des droits et obligations attribuables à chaque client. Selon ce modèle, en cas de défaillance d'un membre compensateur, chaque client non défaillant est protégé contre les pertes sur les positions des autres clients, mais assume certains risques de perte découlant du placement des garanties mises en commun (le « risque de placement »)<sup>49</sup>. La contrepartie centrale pourrait disposer des garanties des clients défaillants, jusqu'à concurrence de la valeur correspondant à la marge qu'ils doivent déposer, mais ne disposerait pas de celles des clients non défaillants.

*iii) Modèle de la séparation juridique avec recours*

Ce modèle de compte omnibus est identique au modèle de la séparation juridique complète, à ceci près qu'en cas de défaillance d'un membre compensateur, il serait permis à la contrepartie centrale de disposer à la fois des garanties des clients non défaillants et de celles des clients défaillants. Or, elle ne pourrait en disposer qu'après avoir utilisé ses propres capitaux ainsi que les contributions des membres compensateurs non défaillants à son fonds de garantie<sup>50</sup> afin de couvrir les pertes liées à la défaillance (c'est-à-dire, en plaçant les garanties des clients non défaillants à la fin de sa séquence de défaillance).

*iv) Modèle des contrats à terme*

Il s'agit du modèle de compte omnibus actuellement en usage dans le marché à terme, et c'est celui qui protège le moins les clients. Selon ce modèle, les garanties et les positions des clients sont portées dans un compte omnibus avec appel de marge net et la contrepartie centrale dispose de toutes ces garanties (y compris de celles des clients non défaillants) en cas de défaillance d'un membre compensateur causée par la défaillance d'un client. La contrepartie centrale utilise les garanties des clients afin de couvrir les pertes liées à la défaillance avant d'utiliser les contributions des membres compensateurs non défaillants à son fonds de garantie (c'est-à-dire, en plaçant les garanties des clients non défaillants au début de sa séquence de défaillance pour les ressources financières dont elle dispose).

*v) Approche préconisée par la CFTC*

À l'issue de la consultation et après examen des commentaires reçus, la CFTC a publié sur ce sujet un avis de projet de réglementation<sup>51</sup> proposant initialement l'adoption du modèle de la séparation juridique complète à l'égard des opérations sur dérivés de gré à gré compensées pour le compte de clients. À la suite d'une autre consultation, elle a publié un règlement final indiquant que le modèle le plus approprié était celui de la séparation juridique complète<sup>52</sup>. Bien qu'il n'offre pas le même degré de protection que la séparation physique complète, ce modèle autoriserait la mise en commun des garanties des clients et devrait être plus économique.

La CFTC expose les motifs pour lesquels elle préconise la mise en commun des garanties des clients :

---

<sup>49</sup> Le risque de placement s'entend du risque que les garanties des clients qui sont mises en commun soient investies dans des instruments dont la valeur diminue. Bien que ce risque puisse également s'appliquer à la garantie déposée dans un compte individuel, le titulaire du compte pourrait avoir une plus grande influence sur les décisions d'investissement qui s'y rapportent.

<sup>50</sup> Le fonds de garantie d'une contrepartie centrale sert à maintenir les actifs déposés par les membres compensateurs qui peuvent être ensuite utilisés afin de remédier à la défaillance de l'un d'entre eux.

<sup>51</sup> Document n° 2 de la CFTC, note 46.

<sup>52</sup> Document n° 3 de la CFTC, note 46, page 29.

[Traduction] *La Commission estime que la mise en commun des positions des clients sur les contrats à terme, les options sur contrats à terme et les swaps compensés présente des avantages, surtout sur le plan de la rentabilité des capitaux grâce à la réduction des marges des positions corrélées. Elle considère que cette forme de marge sur portefeuille favorisera l'innovation financière au sein d'un cadre de contrôle responsable, et croit que le public pourrait tirer parti d'une telle innovation*<sup>53</sup>.

Le modèle de la séparation juridique complète protège les clients non défaillants contre le risque lié aux autres clients en permettant à la contrepartie centrale de ne disposer que des garanties des clients défaillants du membre compensateur<sup>54</sup>. Selon ce modèle, les clients sont toutefois exposés aux pertes liées au risque de placement puisque le membre compensateur et la contrepartie centrale peuvent conserver les garanties de l'ensemble des clients dans un seul compte. Ils ne sont donc pas en mesure d'attribuer les pertes sur investissement à un client en particulier<sup>55</sup>. En vue de réduire le risque de pertes sur les placements dans un compte omnibus, les règles de la CFTC imposeraient des restrictions sur les placements que pourrait effectuer la contrepartie centrale ou l'un de ses membres avec les garanties des clients<sup>56</sup>.

Les règles de la CFTC exigeraient la communication de certaines informations obligatoires avant que la contrepartie centrale puisse mettre en commun les garanties des clients. L'information à transmettre à la CFTC comprendrait l'identification des dérivés concernés, une analyse des caractéristiques des risques liés aux dérivés, de l'information sur la façon dont les garanties des clients seraient mises en commun et certaines autres caractéristiques<sup>57</sup>. Bien que la proposition de la CFTC permette la mise en commun, les règles exigeraient que la contrepartie centrale soit en mesure de transférer, de liquider ou de couvrir rapidement les positions des clients en cas de défaillance du membre compensateur<sup>58</sup>.

La CFTC a également envisagé de permettre aux contreparties centrales de choisir et d'offrir divers modèles de séparation plutôt que d'en imposer un seul. Or, il semblerait que l'application du code des faillites des États-Unis désavantagerait les clients qui choisissent un degré supérieur de séparation. Selon cette approche optionnelle, si certains clients ayant conclu des dérivés de gré à gré optent, contrairement à d'autres, pour un modèle offrant une plus grande protection individuelle des garanties, ils devront quand même combler tout déficit dans les garanties des clients. Selon la CFTC, c'est que tous les clients effectuant des opérations sur le même type de contrat seraient, en vertu du droit américain des faillites, réputés participer à une « catégorie de compte » (*account class*), sans égard au modèle de séparation choisi<sup>59</sup>.

### c) *Approche européenne*

L'étude des modèles de séparation de la Commission européenne n'est pas aussi approfondie que celle de la CFTC. La proposition initiale qu'elle a présentée prévoyait toutefois que chaque contrepartie centrale devait offrir aux clients la possibilité de choisir une séparation plus détaillée de leurs actifs et de leurs positions<sup>60</sup>. Elle exige également que les contreparties centrales rendent publics le coût et les risques associés à chaque modèle de séparation. Cette approche s'apparente à l'approche optionnelle décrite par la CFTC, mais exigerait d'offrir aux clients un choix de modèles de séparation, notamment une séparation plus détaillée.

---

<sup>53</sup> *Notice of Proposed Rulemaking – Risk Management Requirements for Derivatives Clearing Organizations*, 76 Fed. Reg. 3698, 76-13, (20 janvier 2011), (le « document n° 4 de la CFTC »), page 3716.

<sup>54</sup> Document n° 2 de la CFTC, note 46, page 33819.

<sup>55</sup> *Ibid.*, page 33872.

<sup>56</sup> *Ibid.*, page 33820.

<sup>57</sup> Document n° 4 de la CFTC, note 53, page 3709.

<sup>58</sup> *Ibid.*, page 3711.

<sup>59</sup> Consulter le renvoi au *U.S. Bankruptcy Code and Regulation 190* (paragraphe h de l'article 766) dans le document n° 2 de la CFTC, note 46, page 33829.

<sup>60</sup> Proposition de règlement du Parlement européen, note 25, paragraphe 2 de l'article 37.

### **3.2 Obligations de séparation applicables au Canada pour les opérations ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale**

#### *a) Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM)*

L'OCRCVM est l'organisme d'autoréglementation national qui surveille les courtiers en placement et les opérations effectuées sur les marchés de titres de capitaux propres et de créance au Canada. Les règles de l'OCRCVM touchant le traitement des garanties des clients s'appliqueraient aux courtiers en placement exerçant des activités au Canada qui offrent la compensation indirecte à leurs clients<sup>61</sup>. Ce sont les exigences de capital des courtiers membres de l'organisme qui assurent la protection des garanties des clients qu'ils détiennent. Le Comité entend se pencher sur les règles de l'OCRCVM applicables au traitement des garanties des clients par ses membres dans une analyse générale de l'application de ces règles aux dérivés de gré à gré qui figurera dans le document de consultation du Comité à venir sur le thème du capital et des garanties.

#### *b) Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF)*

Le BSIF est le principal organisme de surveillance et de réglementation des institutions de dépôts, des sociétés d'assurances et des régimes de retraite privés fédéraux. Les normes de fonds propres<sup>62</sup> du BSIF comprennent des lignes directrices applicables au traitement des garanties des clients. Le document de consultation à venir du Comité sur le thème du capital et des garanties abordera en détail les exigences du BSIF qui s'appliquent aux dérivés de gré à gré.

### **3.3 Approche canadienne**

Le Comité a examiné l'applicabilité, en droit canadien, des divers modèles de séparation proposés et existants et cherché à établir le modèle qui serait le plus approprié au Canada<sup>63</sup>. Il convient de préciser que toute analyse juridique n'est présentée dans le présent document qu'à des fins de discussion et de consultation des parties intéressées. Le présent document ne constitue pas un avis juridique ni un énoncé de droit et les participants au marché devraient, s'il y a lieu, obtenir un avis juridique indépendant. En outre, comme il est indiqué dans la partie 6, le Comité et les autres autorités canadiennes examinent certaines questions juridiques portant sur la séparation et la transférabilité, et l'efficacité des modèles de séparation exposés dans la présente partie doit être analysée à la lumière des lois canadiennes applicables.

#### *a) Calcul net*

Comme point de départ, le Comité a examiné s'il fallait permettre les modèles de séparation autorisant le calcul net de la marge initiale du client<sup>64</sup>. Puisque le calcul net prête à l'insuffisance de marge sur les positions des clients, le Comité estime que la marge initiale du client fournie à la contrepartie centrale devrait obligatoirement être brute. Aussi recommande-t-il que les modèles de séparation acceptant les marges initiales des clients sur une base nette ne soient pas autorisés à l'égard des dérivés de gré à gré compensés, en accord avec les projets de règles de la CFTC, qui exigent que les contreparties centrales établissent la marge initiale des clients selon un calcul brut et interdisent la compensation des positions entre clients<sup>65</sup>.

---

<sup>61</sup> Il convient de préciser que bon nombre d'institutions financières canadiennes qui sont des membres compensateurs de contreparties centrales d'envergure internationale pour la compensation des dérivés de gré à gré, ou qui sont susceptibles de le devenir prochainement, ne sont pas membres de l'OCRCVM.

<sup>62</sup> BSIF, *Normes de fonds propres*, entrées en vigueur en novembre 2007, accessibles à l'adresse [www.osfi-bsif.gc.ca](http://www.osfi-bsif.gc.ca).

<sup>63</sup> Pour les besoins de cette analyse, le Comité a supposé que la contrepartie centrale concernée demeurerait solvable.

<sup>64</sup> C'est-à-dire lorsqu'on opère compensation des positions des clients d'un membre compensateur et que seule la marge de l'exposition restante est avancée à la contrepartie centrale.

<sup>65</sup> Document n°4 de la CFTC, note 53, page 3721. Les règles de la CFTC autorisent les contreparties centrales à établir la marge initiale des comptes de ses membres selon un calcul net.

## Recommandation

Le Comité recommande de ne pas permettre les modèles de séparation autorisant le calcul net de la marge initiale du client relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré compensées.

Les exigences de la CFTC en matière de constitution des marges de clients selon un calcul brut ne s'appliquent qu'à la marge initiale<sup>66</sup>. Le Comité est à évaluer s'il y a lieu d'exiger le calcul brut de la marge de variation fournie à la contrepartie centrale et souhaite recueillir les commentaires du public sur tout motif justifiant un traitement différent pour la marge de variation.

### **Q2 : Faudrait-il rendre obligatoire le calcul brut de la marge de variation fournie à la contrepartie centrale?**

L'étape suivante des travaux du Comité consistait à examiner, du point de vue du droit canadien, différents modèles possibles de séparation. Pour ce faire, le Comité a étudié les quatre modèles de séparation exposés par la CFTC, décrits ci-dessus à la rubrique *b* de la partie 3.1. Il est conscient que ceux-ci ne représentent pas tous les modèles existants ou possibles de séparation des garanties des clients<sup>67</sup>. Cependant, ce sont quatre modèles applicables dans le marché canadien mettant en relief les aspects juridiques et les coûts propres aux divers niveaux de séparation<sup>68</sup>.

#### *b) Évaluation des modèles de séparation*

Les principaux points à prendre en considération dans l'évaluation des modèles de séparation sont le degré de distinction des positions et des garanties des clients que permet chaque modèle (soit la tenue de comptes), la possibilité d'utiliser les fonds d'un client non défaillant pour remédier à une défaillance (soit le risque lié aux autres clients) et l'ordre de recouvrement prévu par les règles de la séquence de défaillance de la contrepartie centrale en cas de défaillance.

#### *i) Tenue de comptes*

Le modèle des contrats à terme est inférieur aux autres modèles en ce qui a trait à l'information relative aux positions individuelles des clients qui est accessible et transmise à la contrepartie centrale. Selon ce modèle, en cas d'insolvabilité ou de défaillance, la contrepartie centrale pourrait manquer d'information sur les positions individuelles des clients et devoir s'en remettre au membre compensateur défaillant pour obtenir l'information nécessaire au transfert des positions et des garanties des clients. La cause en est que, contrairement au cas des autres modèles, l'information sur l'ensemble des clients et sur leurs positions individuelles n'est pas transmise quotidiennement à la contrepartie centrale<sup>69</sup>. Cette lacune pourrait compliquer le transfert des garanties et des positions par la contrepartie centrale, voire l'empêcher, et rendre la récupération des garanties des clients plus difficile. Pour cette raison et les motifs exposés ci-après, le Comité ne recommande pas le modèle des contrats à terme pour la compensation des dérivés de gré à gré des clients.

Selon les trois autres modèles, les obligations de tenue de comptes seraient suffisantes pour permettre à la contrepartie centrale de différencier plus rapidement les positions et les garanties appartenant aux clients du membre compensateur des actifs de ce dernier et de ceux des autres clients. Ce degré de distinction entre les clients permettrait à la contrepartie centrale d'obtenir de l'information relativement à jour en cas d'insolvabilité et faciliterait le transfert des positions et des garanties des clients.

---

<sup>66</sup> *Final Rule, Derivatives Clearing Organizations; Compliance with Core Principles; Risk Management*, 17 CFR Part 39, disposition *i* du sous-paragraphe 8 du paragraphe *g* de l'article 39.13.

<sup>67</sup> En particulier, on peut envisager une diversité de modèles de séparation en compte omnibus.

<sup>68</sup> Le Comité constate que les modèles de la séparation physique et juridique s'accordent mieux avec le modèle de l'opération pour compte de tiers. Pour les contreparties centrales ayant recours au modèle de l'opération de contrepartie, le Comité réclamerait la mise en place de protections équivalentes.

<sup>69</sup> Document n° 3 de la CFTC, note 46, page 18.

ii) *Risque lié aux autres clients*

Les modèles de la séparation juridique avec recours et des contrats à terme ont pour effet d'accroître les risques pour les clients non défaillants puisque la contrepartie centrale peut réaliser les garanties qu'ils ont déposées. Dans le modèle des contrats à terme, la séquence de défaillance de la contrepartie centrale comporte davantage de risques pour les clients que dans le modèle de la séparation juridique avec recours car la contrepartie centrale dispose des garanties des clients non défaillants plus tôt. Même s'il n'y a aucune insuffisance dans les garanties des clients non défaillants mises en commun, les clients ne pourraient disposer de leur garantie ni transférer leurs positions tant que la contrepartie centrale n'aurait pas établi l'existence ou l'importance des pertes. Bien que le marché des contrats à terme se soit relativement bien porté dans le passé<sup>70</sup>, le marché des dérivés de gré à gré est bien plus vaste et diffère de celui-ci en ce que ses produits se négocient moins fréquemment et sur de plus grands montants.

La réduction potentielle des coûts constitue le principal argument en faveur de la mutualisation du risque lié aux autres clients. Il est entendu que toute augmentation des coûts de compensation associée à l'élimination ou à la réduction de ce risque serait fort probablement transférée aux clients. Or, le Comité précise que les commentaires formulés en réponse au projet de la CFTC par les intervenants représentant d'éventuels clients de la compensation indirecte appuyaient massivement les modèles ayant pour effet de réduire le risque lié aux autres clients, même si les coûts s'avéraient plus élevés<sup>71</sup>.

Le Comité n'est pas disposé à recommander des modèles qui permettent l'utilisation des garanties des clients non défaillants pour soutenir les positions des clients défaillants. Actuellement, les clients du marché des dérivés de gré à gré qui effectuent des opérations non compensées ne sont généralement pas exposés au risque lié aux autres clients en raison de la nature bilatérale du marché, et sont en mesure de négocier divers degrés de séparation, notamment faire appel à des dépositaires indépendants. Les recommandations proposées par le Comité visent principalement la réduction des risques pesant sur les garanties des clients; il serait donc illogique d'accroître le niveau de risque lié aux autres clients. Le client fournit une garantie afin de couvrir le risque lié à sa propre défaillance, et non à celle du membre compensateur ou des autres clients. Le Comité estime que chaque obligation associée à un dérivé de gré à gré compensé par une contrepartie centrale devrait être assortie d'une garantie appropriée et que les clients devraient avoir la certitude que leur garantie est en sécurité. Les modèles de compensation nécessitant que les clients assument le risque lié aux autres clients sont inadéquats car les clients ne sont guère en mesure d'évaluer ce risque ou la convenance de la garantie exigée par le membre compensateur de la contrepartie centrale. Les clients disposeront vraisemblablement de peu d'information, voire aucune, sur la situation financière générale des autres clients ou les positions sur des dérivés de gré à gré qu'ils détiennent auprès d'un membre compensateur. Quant à elles, les contreparties centrales peuvent exiger que les membres compensateurs fournissent leur propre information financière ainsi que celle de leurs clients; elles sont donc mieux à même d'évaluer ce risque. En outre, les modèles de compensation qui ne permettent pas aux contreparties centrales d'utiliser comme ressource les actifs des clients non défaillants incitent les contreparties centrales à surveiller le risque car elles peuvent subir des pertes encore plus importantes en cas d'insolvabilité ou de défaillance d'un membre compensateur, ce qui est d'autant plus souhaitable qu'elles jouissent d'une capacité de surveillance supérieure<sup>72</sup>.

---

<sup>70</sup> Malgré les lacunes dans le traitement des garanties de clients relativement à la faillite de MF Global survenue récemment aux États-Unis.

<sup>71</sup> Mémoires transmis à la CFTC sur le projet de règle 76 FR 33818 par la Managed Funds Association (la « MFA ») le 8 août 2011, pages 7 et 8, par Blackrock inc. le 8 août 2011, page 7 et par LCH. Clearnet, le 5 août 2011 (« LCH »), page 2, accessibles à l'adresse suivante : <http://comments.cftc.gov/PublicComments/CommentList.aspx?id=1038>.

<sup>72</sup> Pour une analyse détaillée du risque lié aux autres clients, se reporter au document n° 3 de la CFTC, note 46.

## Recommandation

Les modèles de la séparation physique complète et de la séparation juridique complète offrent tous deux une protection aux participants au marché des dérivés de gré à gré contre le risque lié aux autres clients et favorisent la transférabilité en cas d'insolvabilité ou de défaillance. Selon ces modèles, si un membre compensateur devient insolvable, la contrepartie centrale disposera de suffisamment d'information (sur chaque client) pour procéder au transfert des positions et des garanties à un ou plusieurs membres solvables sans avoir à réaliser les garanties et à fermer les positions auprès du membre insolvable.

Le Comité est d'avis qu'au Canada, le modèle de la séparation physique complète ne procurerait pas aux clients des membres compensateurs un degré de protection notablement plus élevé que le modèle de la séparation juridique complète. Ce dernier modèle permettrait aux contreparties centrales et à leurs membres compensateurs d'éviter les coûts associés à la création et au maintien d'un compte distinct pour chaque client. Le modèle de la séparation physique complète pourrait ne pas être plus avantageux puisqu'en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur, les droits de recouvrement que le client pourrait opposer au membre insolvable pourraient s'appliquer selon une structure omnibus<sup>73</sup>, auquel cas il serait improbable qu'une garantie faisant l'objet d'un niveau de séparation supérieur à une autre confère au client concerné plus de droits ou qu'elle lui procure une plus grande protection<sup>74</sup>.

De plus, d'après son analyse au niveau du client, le Comité estime qu'il ne serait pas efficace, en vertu du droit canadien, de permettre aux contreparties centrales d'offrir aux clients divers modèles de séparation pour la compensation parce qu'on peut douter que les clients choisissant des degrés élevés de séparation jouiraient d'une plus grande protection en cas d'insolvabilité du membre compensateur.

Pour les raisons susmentionnées, le Comité considère que le modèle de séparation le plus appropriée pour la compensation des dérivés de gré à gré par les contreparties centrales exerçant des activités au Canada est celui de la séparation juridique complète<sup>75</sup>. Le Comité est conscient que certaines contreparties centrales protègent les garanties des clients et facilitent la transférabilité grâce à d'autres modèles de séparation. Le cas échéant, il recommande que l'on envisage d'approuver d'autres modèles si la contrepartie centrale peut prouver que son modèle de séparation procure une protection équivalente.

**Q3 : Adhérez-vous à la recommandation du Comité selon laquelle les contreparties centrales devraient adopter le modèle de la séparation juridique complète?**

**Q4 : Le modèle de la séparation physique complète comporte-t-il des avantages qui le rendent préférable au modèle de la séparation juridique complète?**

---

<sup>73</sup> Sous réserve du droit du client à la garantie nette, déduction faite des obligations dénouées du membre compensateur envers celui-ci.

<sup>74</sup> Le Comité comprend qu'en vertu du droit canadien actuel, les résultats seraient semblables à ceux décrits au sous-paragraphe 5 du paragraphe *b* de l'article 3.1 du *Bankruptcy Code* des États-Unis. Le modèle de la séparation physique complète n'accroîtrait pas la protection offerte aux clients en cas d'insolvabilité du membre compensateur. Dans un tel cas, les espèces et les titres inscrits en compte seraient vraisemblablement considérés comme des immobilisations incorporelles, lesquelles feraient l'objet d'un traitement omnibus aux fins de la distribution. Une question juridique importante au niveau du client consiste à savoir si celui-ci peut faire valoir des droits proportionnels sur des actifs mis en commun n'appartenant pas au membre compensateur insolvable ou s'il ne détient qu'une créance ordinaire de même rang que les autres créanciers ordinaires non garantis du membre.

<sup>75</sup> Le Comité précise que, d'après une contrepartie centrale européenne de première importance, le modèle de la séparation juridique complète est le plus compatible avec les protections qui seront exigées en Europe en vertu de la proposition de la Commission européenne pour une réglementation européenne sur l'infrastructure du marché (*European Market Infrastructure Regulation*). Se reporter au mémoire de LCH, note 71.

c) *Autres considérations d'ordre juridique*

Il convient de préciser que, pour être efficace, le modèle de séparation d'une contrepartie centrale doit trouver appui dans les lois de son territoire d'origine. Comme il est indiqué à la partie 6 ci-après, la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*<sup>76</sup> (la « LCRP ») contient des dispositions qui peuvent soustraire les règles des contreparties centrales désignées et des systèmes désignés de compensation et de règlement à l'application des lois sur la faillite et l'insolvabilité. Ces dispositions pourraient éviter que les garanties des clients détenues par la contrepartie centrale ne fassent partie du patrimoine du membre compensateur défaillant. Par conséquent, le modèle de séparation d'une contrepartie centrale désignée par la Banque du Canada ou nommée en vertu de la LCRP à titre de chambre de compensation de produits dérivés devrait donner les résultats escomptés en cas d'insolvabilité ou de défaillance d'un membre compensateur. En revanche, la garantie d'un client qui est détenue par un membre compensateur et n'a pas été transférée à la contrepartie centrale pourrait ne pas jouir des mêmes protections. Les membres compensateurs exigent souvent de leurs clients qu'ils déposent une garantie supérieure au montant demandé par la contrepartie centrale pour une ou plusieurs opérations données. Cet excédent n'étant pas transféré à la contrepartie centrale, le client ne pourrait se prévaloir des protections offertes par la LCRP visant à prévenir l'inclusion de l'excédent de garantie dans le patrimoine du membre compensateur insolvable. Dans une telle situation, le degré de séparation des garanties des clients n'améliorerait pas le rang de leurs réclamations sur cet excédent.

De surcroît, en cas d'insolvabilité ou de défaillance d'un membre compensateur, s'il est impossible de transférer les positions des clients, certains modèles de compensation prévoient l'annulation des opérations effectuées pour le compte des clients et le remboursement de leur garantie dans le compte que le membre compensateur maintient pour eux<sup>77</sup>. Si la garantie du client venait à faire partie du patrimoine du membre compensateur défaillant, il est fort probable que les règles habituelles en matière de faillite et d'insolvabilité s'appliqueraient.

Le Comité constate qu'il existe une certaine incertitude sur la façon dont, en vertu du droit canadien, les garanties des clients seraient traitées selon les divers modèles de compensation en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur.

**Recommandation**

Par conséquent, le Comité recommande d'obliger toutes les contreparties centrales voulant obtenir la reconnaissance pour exercer des activités au Canada à fournir aux organismes provinciaux compétents de réglementation du marché de l'information sur la façon dont les lois sur la faillite et l'insolvabilité en vigueur au Canada s'appliqueraient à la garantie du client en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur. Cette information aidera les organismes de réglementation du marché à déterminer si une contrepartie centrale offre aux clients des protections appropriées pour la compensation indirecte.

d) *Questions relatives au droit étranger*

Le caractère international de la compensation des dérivés de gré à gré fait que, bien souvent, les lois de plusieurs territoires s'appliqueront aux activités des contreparties centrales. Les territoires étrangers devront adopter des modèles de séparation et de transférabilité qui respectent leurs propres objectifs réglementaires et trouvent appui dans leur propre droit. Aussi le Comité reconnaît-il que les règles et les obligations en matière de séparation et de transférabilité pourraient différer selon le pays. Le Comité s'attend, par

---

<sup>76</sup> *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, L.C. 1996, ch. 6.

<sup>77</sup> Cela pourrait être le cas selon le modèle de l'opération de contrepartie, dans lequel, en cas de défaillance du membre compensateur, l'opération miroir serait annulée et la garantie du client serait remboursée dans le compte que le membre compensateur maintient pour ses clients. On remarquera que, selon ce modèle, il pourrait être possible d'instaurer un mécanisme permettant le remboursement de la garantie directement au client. Selon le modèle de l'opération pour compte de tiers, l'opération conclue par le mandataire du client serait annulée et la garantie du client lui serait remboursée directement. *Financial Markets Law Committee*, note 9, pages 17 et 18.

exemple, à ce que des contreparties centrales situées à l'étranger et souhaitant offrir des services de compensation au Canada n'offrent pas le modèle de la séparation juridique complète. Le cas échéant, la contrepartie centrale étrangère pourrait demander la reconnaissance à l'organisme compétent de réglementation du marché canadien sur la base de l'équivalence de la protection offerte pour la garantie des clients, de la transférabilité selon le modèle de séparation qu'elle propose et du régime réglementaire de son territoire d'origine<sup>78</sup>.

Comme les questions touchant la séparation et la transférabilité en droit étranger se déclinent en un large spectre, les contreparties centrales voulant obtenir la reconnaissance au Canada devront garantir que le droit propre au territoire de chacun de leurs membres compensateurs prévoit les protections juridiques nécessaires à l'application de leurs règles et à leur fonctionnement.

### **Recommandation**

Toute demande de reconnaissance d'une contrepartie centrale devrait obligatoirement comporter une analyse de l'interaction entre toutes les lois applicables aux garanties des clients dans chaque territoire d'activité, notamment celles relatives à la faillite et à l'insolvabilité<sup>79</sup>.

### **3.4 Utilisation des garanties des clients**

Le Comité estime que les garanties des clients doivent jouir de la meilleure protection possible. En ce qui concerne les contreparties centrales, le rapport CSPR-OICV propose le principe suivant en matière de garde des actifs et de risque de placement :

[Traduction] *Une infrastructure du marché financier devrait protéger ses actifs et réduire le risque de perte et de délai d'attente pour en disposer, notamment les actifs déposés par ses participants. Elle devrait investir dans des instruments comportant peu de risques de crédit, de marché et de liquidité<sup>80</sup>.*

Si les règles d'une contrepartie centrale autorisent le réinvestissement d'une garantie déposée<sup>81</sup>, des exigences strictes en matière de placement devraient s'appliquer à cet égard afin de réduire au minimum les risques de perte dans le fonds commun de garanties des clients et de retard dans sa disponibilité. Ce principe devrait aussi s'appliquer aux membres compensateurs qui détiennent des garanties de clients pour des opérations sur des dérivés de gré à gré compensées. Le Comité estime que les placements qu'effectuent les membres compensateurs et les contreparties centrales avec les garanties des clients devraient être limités aux instruments comportant un risque minimal de crédit, de marché et de liquidité<sup>82</sup>. Leur réalisation devrait pouvoir se faire rapidement et sans trop d'incidence sur le prix. Les contreparties centrales et les membres compensateurs devraient communiquer leur stratégie de gestion du risque de placement et les membres compensateurs devraient la transmettre aux clients concernés<sup>83</sup>.

Le Comité envisage de dresser la liste des placements pouvant être effectués avec les garanties de clients relatives à des opérations sur dérivés de gré à gré compensées indirectement et souhaite recueillir les avis sur les types d'instruments de placement qui

---

<sup>78</sup> La contrepartie centrale fournissant des services de compensation à un participant au marché dans un territoire canadien serait réputée y exercer son activité.

<sup>79</sup> Les détails concernant le processus d'agrément des contreparties centrales pour les dérivés de gré à gré seront abordés dans le document de consultation des ACVM à venir sur le thème de la compensation par contrepartie centrale.

<sup>80</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, principe 16.

<sup>81</sup> Il est à noter que les règles d'une contrepartie centrale en matière de réinvestissements seraient examinées par l'autorité de réglementation provinciale chargée de sa supervision et investie du pouvoir d'approuver ces règles.

<sup>82</sup> Cette approche concorde avec les normes de la CFTC en matière de placements. Document n° 3 de la CFTC, note 53, page 3709.

<sup>83</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 75.



seraient appropriés afin de réduire au minimum le risque de crédit, de marché et de liquidité.

**Q5 : Devrait-on établir des critères précis d'investissement des garanties de clients?**

**Q6 : Dans l'affirmative, quels types de placements conviendraient aux garanties de clients relatives aux opérations sur dérivés de gré à gré compensées indirectement?**

Certains modèles de compensation autorisent la contrepartie centrale à réutiliser la garantie du client au profit de celui-ci, et le Comité approuve cette pratique, à la condition qu'elle respecte les règles de la contrepartie centrale. Or, le Comité a appris que, selon la pratique actuelle du marché, des institutions financières réutilisent pour leurs propres besoins les garanties des clients détenues pour des opérations sur dérivés de gré à gré<sup>84</sup>. Il souhaite recueillir les opinions sur la compatibilité de cette pratique avec les objectifs du modèle de la séparation juridique complète et la possibilité qu'elle n'entraîne des risques excessifs pour les clients. En particulier, le Comité craint que la garantie d'un client réutilisée par le membre compensateur ne puisse être récupérée ou être rapidement disponible en cas d'insolvabilité du membre compensateur.

**Q7 : La réutilisation des garanties des clients est-elle compatible avec les objectifs du modèle de la séparation juridique complète et devrait-elle être permise?**

### 3.5 Détention des garanties des clients

Dans une relation de compensation indirecte, la contrepartie centrale détient la garantie du client, laquelle peut parfois être confiée au membre compensateur<sup>85</sup>. Afin d'assurer la sécurité des garanties déposées par les clients, la contrepartie centrale devrait les confier (soit dans un compte client omnibus, soit dans un compte individuel) au moins à une entité supervisée et réglementée dont les pratiques comptables, les procédures de conservation et les contrôles internes sont rigoureux<sup>86</sup>. Les garanties détenues par un dépositaire doivent être protégées contre les réclamations de ses créanciers, et la contrepartie centrale devrait confirmer qu'elle et tous les clients pourront faire valoir leurs droits, à quelque titre que ce soit, sur les garanties et qu'elles seront rapidement et entièrement disponibles<sup>87</sup>.

Il est tout aussi important que le mode de détention de la garantie du client confiée à un membre compensateur protège les droits des clients. Il existe divers modes de détention, notamment :

- la détention directe, dans laquelle la garantie du client est détenue directement par le membre compensateur ou un membre du même groupe<sup>88</sup>;
- la garde par un tiers dépositaire, dans laquelle une entité qui n'est pas membre du même groupe, comme une banque ou un courtier, offre des services de garde et de conservation aux termes d'une convention conclue avec le membre compensateur;
- la garde tripartite, dans laquelle une entité qui n'est pas membre du même groupe fournit des services de garde aux termes d'une convention tripartite conclue entre le client, le membre compensateur et le dépositaire<sup>89</sup>.

---

<sup>84</sup> La réutilisation de garantie consiste, pour une institution financière, à réutiliser la garantie donnée par ses clients. Cette pratique peut représenter une source de revenus pour les institutions financières, puisqu'elles exigent des frais à des tiers pour l'utilisation de cette garantie.

<sup>85</sup> Par exemple, dans le cas d'un excédent de garantie.

<sup>86</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 74. Les contrôles internes comprendraient des restrictions sur les placements effectués avec les garanties des clients.

<sup>87</sup> *Ibid.*

<sup>88</sup> La garantie d'un client détenue par le membre compensateur ou un membre du même groupe devrait être obligatoirement séparée des actifs appartenant à ces entités.

<sup>89</sup> Pour plus de renseignements concernant les mécanismes de détention des garanties constituant la marge initiale ou le montant indépendant, se reporter au document intitulé *Independent Amounts*, publié par l'ISDA, la MFA et la SIFMA le 1<sup>er</sup> mars 2010.

Il apparaît que les garanties de clients détenues par un tiers dépositaire assujetti à une réglementation appropriée jouiraient d'une meilleure protection. Aussi le Comité envisage-t-il de recommander que les membres compensateurs soient tenus de permettre à leurs clients de choisir un tiers dépositaire qui n'est pas membre du même groupe qu'eux pour détenir les garanties.

**Q8 : Les membres compensateurs devraient-ils être tenus d'offrir des mécanismes prévoyant la détention des garanties des clients par des tiers dépositaires relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré compensées indirectement?**

### **3.6 Législation applicable aux garanties des clients**

Lorsque le client canadien d'un membre compensateur obtient la compensation de ses dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale étrangère, le Comité comprend qu'il peut y avoir des avantages à exiger que la garantie du client soit soumise au droit canadien<sup>90</sup>. Cette obligation donnerait l'assurance que le traitement de la garantie du client en cas d'insolvabilité du membre compensateur serait assujetti aux lois canadiennes et non aux lois du territoire de la contrepartie centrale ou du membre compensateur<sup>91</sup>. Aux États-Unis, la CFTC a proposé que les comptes en garantie des clients soient situés aux États-Unis et soumis au droit américain<sup>92</sup>.

Le Comité souhaite recueillir des commentaires sur la question de savoir s'il serait avantageux pour le marché canadien d'exiger que les garanties des clients relèvent des lois canadiennes. Il reconnaît qu'il pourrait y avoir incompatibilité entre les obligations concernant le lieu de la garantie dans certains cas et souhaite recueillir les avis sur cette question également.

**Q9 : Quels seraient les coûts et les avantages associés au fait d'exiger que les garanties de tous les clients canadiens soient assujetties aux lois canadiennes?**

### **3.7 Diffusion des règles des contreparties centrales en matière de séparation et de transférabilité**

Bien qu'il incombe aux organismes provinciaux de réglementation du marché d'établir des normes minimales d'acceptabilité pour les contreparties centrales exerçant des activités au Canada, le Comité estime qu'il est important que les participants aux marchés comprennent parfaitement les risques, la protection et les coûts rattachés aux modèles d'entreprise et de gestion des risques de chaque contrepartie centrale. Il recommande donc que toutes les contreparties centrales soient tenues de rendre publiques, de façon claire et accessible, les mécanismes de séparation et de transférabilité prévus dans leurs règles, politiques et procédures. L'information ainsi diffusée devrait permettre aux clients d'évaluer le degré de protection dont ils jouissent, la manière dont la séparation et la transférabilité s'opèrent, ainsi que les risques ou les incertitudes associés à ces mécanismes<sup>93</sup>.

Le rapport CSPR-OICV esquisse l'information que les contreparties centrales devraient rendre publique en matière de séparation :

[TRADUCTION] *si les actifs séparés sont consignés dans les registres de la contrepartie centrale, du participant direct ou des dépositaires indépendants qui détiennent les actifs pour les contreparties centrales ou les participants directs; qui détient la garantie du client (par exemple, le participant direct, la*

<sup>90</sup> Un tel avantage serait subordonné à la résolution des questions relatives au droit canadien en matière de garantie qui sont abordées dans la partie 6 ci-après.

<sup>91</sup> Document n° 2 de la CFTC, note 46, page 33854.

<sup>92</sup> Il est à noter que la proposition de la CFTC ne précise pas le lieu physique où le membre compensateur doit garder la garantie du client, mais prévoit plutôt que le compte dans lequel la garantie est déposée doit se trouver aux États-Unis. Se reporter au document n° 2 de la CFTC, note 46, page 33838.

<sup>93</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, principe 3.14.13.

*contrepartie centrale ou le dépositaire); et dans quelles circonstances la contrepartie centrale peut utiliser la garantie du client*<sup>94</sup>.

Ces renseignements aideront les clients des membres compensateurs à évaluer les risques liés aux différents modes de compensation indirecte. Selon les règles proposées par la CFTC, les contreparties centrales seraient tenues de rendre publiques leurs règles en matière de défaillance qui portent sur l'ordre d'utilisation des fonds et des actifs d'un membre compensateur défaillant et des ressources financières conservées par la contrepartie centrale, y compris les garanties des clients<sup>95</sup>.

### **Recommandation**

Le Comité recommande que les organismes provinciaux de réglementation du marché élaborent des règles obligeant toutes les contreparties centrales autorisées à exercer des activités au Canada à fournir cette information. De plus, avant d'ouvrir un compte pour un client, les membres compensateurs devraient avoir l'obligation d'obtenir de ce dernier la confirmation qu'il a pris connaissance de l'information diffusée par la contrepartie centrale.

## **4. Transférabilité des comptes et des garanties des clients**

La capacité des clients de transférer leurs positions et leurs garanties sur dérivés de gré à gré est un élément capital de tout système de compensation indirecte. Comme il est indiqué à la section 2.2, la transférabilité procure des avantages importants aux clients et aux activités d'une contrepartie centrale en permettant le transfert des positions des clients et des garanties connexes à un autre membre compensateur. En cas d'insolvabilité du membre compensateur, cette faculté peut avoir pour effet systémique notable d'éviter le dénouement forcé des positions des clients d'un membre compensateur important et les conséquences défavorables sur les prix et la stabilité du marché qui en découlent.

Les principaux pays en volume de négociation et les grands organismes internationaux appuient la priorité internationale accordée à la transférabilité des positions et des garanties des clients. La transférabilité pourrait avoir une incidence importante sur les exigences réglementaires de fonds propres des institutions financières situées dans les pays adhérant aux nouvelles normes de fonds propres adoptées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, appelées « Bâle III »<sup>96</sup>. Bâle III propose un régime de fonds propres favorable pour les expositions aux dérivés de gré à gré faisant l'objet d'une compensation centrale si, notamment, la contrepartie centrale ou l'un de ses membres sépare les positions et les actifs des clients, et garantit la transférabilité en cas d'insolvabilité du membre compensateur<sup>97</sup>. Ce régime privilégié en matière de fonds propres incitera fortement les institutions financières tenues de respecter Bâle III à veiller à ce que la contrepartie centrale à laquelle elles adhèrent ou qu'elles utilisent respecte les normes de séparation et de transférabilité applicables et les autres normes du CSPR et de l'OICV.

### **Recommandation**

Le Comité recommande que chaque organisme provincial de réglementation du marché introduise une réglementation exigeant que la structure de toute contrepartie centrale agréée<sup>98</sup> pour la compensation des dérivés de gré à gré favorise la transférabilité des positions et des garanties des clients.

---

<sup>94</sup> *Ibid.*

<sup>95</sup> Document n° 4 de la CFTC, note 53, page 3712.

<sup>96</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, décembre 2010 (« document n° 1 du Comité de Bâle »).

<sup>97</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Capitalization of bank exposures to central counterparties*, décembre 2010, paragraphe 112 (« document n° 2 du Comité de Bâle »). Il convient de préciser que les règles proposées par Bâle III n'ayant pas encore été finalisées, cette proposition pourrait être modifiée.

<sup>98</sup> Les détails du processus d'agrément des contreparties centrales pour les dérivés de gré à gré seront abordés dans le document de consultation des ACVM à venir sur le thème de la compensation par la contrepartie centrale.

**Q10 : Les mécanismes de transférabilité comportent-ils des risques pour les membres compensateurs qui acceptent les positions de clients en cas de défaillance d'un autre membre?**

La CFTC a proposé une règle obligeant les contreparties centrales à effectuer le transfert rapide et efficace des positions des clients d'un membre compensateur à un autre. En vertu de ce projet de règle, la transférabilité des positions ne devrait pas nécessiter le dénouement ou la réinscription des positions et devrait se faire rapidement<sup>99</sup>. Il prévoit de plus que les règles et les procédures des contreparties centrales doivent permettre le transfert des positions et des garanties d'un client à sa demande<sup>100</sup>, en accord avec la recommandation du CSPR et de l'OICV selon laquelle toutes les contreparties centrales devraient exiger que les membres compensateurs effectuent le transfert des positions et des garanties des clients à un membre compensateur consentant lorsque le client en fait la demande<sup>101</sup>. De même, la proposition de la Commission européenne exige que chaque contrepartie centrale soit en mesure de transférer entre membres compensateurs les actifs et les positions d'un client, sans le consentement du membre à qui ils ont été confiés<sup>102</sup>.

**Recommandation**

Le Comité estime que la transférabilité des positions et des garanties des clients ne devrait pas se limiter aux situations où il y a défaillance, mais devrait être offerte aux clients, à leur discrétion. Le transfert des positions et des garanties sur demande laisse au client une plus grande latitude pour réagir à l'évolution du marché. Il pourrait aussi favoriser une plus grande concurrence entre les membres potentiels d'une contrepartie centrale dans l'offre de services de compensation indirecte.

**Q11 : Soutenez-vous la recommandation du Comité d'obliger les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré à offrir la transférabilité aux clients, à leur discrétion?**

**5. Séparation et opérations sur dérivés de gré à gré non compensés**

Même si le présent document de consultation s'intéresse aux opérations sur dérivés de gré à gré compensés, il y a lieu de résumer les politiques recommandées par le Comité concernant la séparation des garanties des clients dans le cas des opérations non compensées. Le Comité estime que les parties à une opération non compensée devraient être libres de négocier le degré requis de séparation des garanties, comme le veut la pratique en vigueur sur le marché. Il recommande cependant d'obliger les courtiers en dérivés de gré à gré<sup>103</sup> à offrir à leurs clients effectuant de telles opérations des mécanismes prévoyant la détention des garanties par un tiers dépositaire afin que les clients aient la possibilité de protéger leur garantie autant que faire se peut. Ce degré de séparation devrait être offert moyennant certains frais et de façon à ne pas en limiter indûment l'accès. Le Comité estime qu'il y a lieu d'imposer cette obligation parce que les opérations non compensées peuvent ne pas être soumises pleinement au régime de séparation et de transférabilité.

---

<sup>99</sup> Selon les normes sectorielles en usage, cela correspond à deux jours ouvrables. Document n° 2 du Comité de Bâle, note 97, page 112.

<sup>100</sup> *Notice of Proposed Rulemaking – Requirements for Processing, Clearing, and Transfer of Customer Positions*, 76 Fed. Reg. 13101, 76-47, (10 mars 2011) (le « document n° 5 de la CFTC »), page 13106.

<sup>101</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 69.

<sup>102</sup> Proposition de règlement du Parlement européen, note 25, paragraphe 3 de l'article 37.

<sup>103</sup> Le document de consultation des ACVM à venir sur le thème de l'inscription donnera des précisions sur les entités considérées comme des courtiers en dérivés.

## Recommandation

Le Comité recommande que les courtiers en dérivés de gré à gré soient tenus d'offrir des mécanismes prévoyant la détention des garanties par un tiers dépositaire dans le cas des opérations non compensées.

**Q12 : Les courtiers en dérivés de gré à gré devraient-ils être tenus d'offrir des mécanismes prévoyant la détention des garanties par un tiers dépositaire dans le cas des opérations non compensées?**

### 6. Questions de droit relatives à la séparation et à la transférabilité

Comme il est exposé ci-dessus, le Comité recommande que les contreparties centrales et les membres compensateurs adoptent des règles et des procédures qui permettent la séparation effective des garanties des clients et la transférabilité des garanties et des positions des clients entre membres compensateurs. Pour ce faire, les mécanismes des contreparties centrales doivent s'appuyer sur les lois canadiennes fédérales et provinciales. En particulier, les mécanismes de séparation et de transférabilité ne protégeront efficacement les garanties des clients contre les créanciers ou les représentants en insolvabilité des membres compensateurs insolubles que dans la mesure où ils ont force de droit, comme il est prévu par les lois applicables. À l'échelle internationale, il est reconnu que les règles de la contrepartie centrale ne peuvent être efficaces que si elles trouvent leur fondement dans les lois du territoire concerné. Le rapport CSPR-OICV affirme ce qui suit :

[TRADUCTION] *la contrepartie centrale devrait structurer ses mécanismes de séparation et de transférabilité de manière à protéger les intérêts des clients du participant et à atteindre un haut degré de certitude juridique en vertu du droit applicable*<sup>104</sup>.

Au Canada, plusieurs lois, notamment la LCRP, la *Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada*<sup>105</sup> (la « LSADC ») et les lois sur les sûretés mobilières, sur le transfert de valeurs mobilières et sur la faillite et l'insolvabilité, peuvent déterminer la certitude juridique et l'efficacité des mécanismes de séparation et de transférabilité. La première section de la présente partie analyse d'abord une question de droit touchant les mécanismes de séparation et de transférabilité des garanties en espèces qui découle de l'application possible de lois provinciales sur les sûretés mobilières et sur le transfert de valeurs mobilières.

La deuxième section de la présente partie expose brièvement diverses questions juridiques découlant de la législation fédérale qui pourraient avoir des conséquences sur la sécurité et l'efficacité de la compensation au Canada et qu'il faudra approfondir pour veiller à ce que le cadre juridique du Canada soutienne efficacement la séparation, la transférabilité et la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré en général<sup>106</sup>.

#### 6.1 Séparation des garanties et lois provinciales sur les sûretés mobilières et le transfert de valeurs mobilières

Selon les pratiques actuelles des marchés, les contrats de dérivés de gré à gré exigent souvent la constitution d'une sûreté sur un bien en vue de garantir l'exécution des obligations des contreparties, y compris dans le cadre d'opérations compensées par contrepartie centrale. En ce qui concerne les opérations sur dérivés de gré à gré, habituellement, les garanties prennent la forme d'espèces<sup>107</sup> ou de titres très liquides,

<sup>104</sup> Rapport CSPR-OICV, note 12, page 67.

<sup>105</sup> *Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada*, L.R.C. 1985, chapitre C-3.

<sup>106</sup> Le Comité a abordé ces questions avec des représentants du gouvernement fédéral et avec le comité canadien sur l'infrastructure du marché (*Canadian Market Infrastructure Committee*) au cours de rencontres interorganisations portant sur la réforme des dérivés de gré à gré.

<sup>107</sup> Dans le présent document de consultation, les espèces données en garantie s'entendent des fonds virés par transfert électronique dans un compte auprès d'une institution de dépôt. Cette forme de garantie en espèces est utilisée dans plus de 80 % des opérations sur dérivés de gré à gré (se reporter au sondage de l'ISDA sur les

comme des obligations gouvernementales ou d'autres obligations de première qualité auxquelles on a appliqué la décote appropriée pour compenser le risque de dépréciation<sup>108</sup>.

Au Canada, lorsqu'un client ou un membre compensateur affecte des biens en garantie de l'exécution de ses obligations dans le cadre d'une opération sur dérivés de gré à gré, le dépôt de la garantie s'effectue habituellement par la fourniture d'une sûreté sur les biens ou par le transfert de la propriété de ces biens. Compte tenu de la nature des opérations sur dérivés de gré à gré, lorsqu'une sûreté est fournie sur des biens, les contreparties veulent la créance la plus sûre possible sur cette garantie, communément appelée sûreté de premier rang, à chaque niveau de l'opération<sup>109</sup>.

Pour constituer une sûreté opposable sur des espèces données en garantie au Canada, un état de financement doit être enregistré en vertu de la *Loi sur les sûretés mobilières* (« LSM ») des provinces concernées ou, au Québec, inscrit au registre des droits personnels et réels mobiliers (« RDPRM ») (dans le présent document, l'expression « LSM provinciales » s'entend également du RDPRM). Par contre, si la garantie est constituée de titres ou d'autres actifs financiers, les LSM provinciales et les lois sur le transfert de valeurs mobilières accordent la préséance aux sûretés opposables par maîtrise<sup>110</sup>. Par conséquent, dans le cas où la garantie du client est donnée sous forme de titres ou d'autres actifs financiers et portée dans un compte de titres opposable par maîtrise par un membre compensateur ou une contrepartie centrale à titre d'intermédiaire en valeurs mobilières, les réclamations de cet intermédiaire sur le bien grevé, sauf certaines exceptions, auraient priorité sur toute autre et seraient les plus sûres<sup>111</sup>. La transférabilité s'en trouve facilitée, étant donné qu'un membre compensateur différent pourrait assumer les droits libres de toute réclamation sur le bien par cession ou novation.

La fourniture de garanties en espèces détenues dans des comptes de dépôt pose un problème de seuil au Canada. Il est possible que les lois canadiennes régissant actuellement ce type de garanties ne procurent pas la certitude juridique nécessaire à la réalisation des opérations sur dérivés de gré à gré sur les marchés mondialisés d'aujourd'hui, particulièrement du fait que ces opérations sont plus nombreuses à faire l'objet d'une compensation centrale. Ce problème peut nuire à la capacité des participants au marché canadien à faire concurrence sur le marché mondial des dérivés de gré à gré.

Les LSM provinciales en vigueur ne permettent pas l'opposabilité par « maîtrise » d'une sûreté grevant des espèces placées dans un compte de dépôt auprès d'une institution de dépôt<sup>112</sup>. Elles prévoient plutôt un processus d'enregistrement en vue de constituer une sûreté de premier rang. En vertu des LSM provinciales, la seule façon de rendre opposable une sûreté sur des espèces<sup>113</sup> consiste à enregistrer un état de financement en vertu de chacune des LSM provinciales applicables, et même alors, la préséance de la sûreté n'est pas assurée.

L'inscription ne confère pas automatiquement la préséance sur la sûreté d'un autre créancier garanti. Pour réduire le risque de subordination à d'autres créanciers garantis qui sont titulaires de sûretés opposables antérieures sur des espèces, le créancier garanti peut demander que des recherches soient faites, en application de la LSM, dans chacun des

---

marges, accessible à l'adresse [http://www.isda.org/c\\_and\\_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf](http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf)). Il est à noter que ce problème ne se pose pas dans le cas de la monnaie physique, sur laquelle il est possible d'obtenir une sûreté de premier rang par possession.

<sup>108</sup> Cette décote est appelée « haircut » dans le rapport intitulé *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.

<sup>109</sup> Aussi bien sur la garantie fournie au membre compensateur par le client que sur celle fournie à la contrepartie centrale par le membre compensateur.

<sup>110</sup> Voir par exemple la *Loi de 2006 sur le transfert des valeurs mobilières* (Ontario), LO 2006, c 8, articles 25, 26 et 28, et la LSMO, note 9, sous-paragraphe c du paragraphe 2 de l'article 1.

<sup>111</sup> Cette notion est appelée « opposabilité par maîtrise »; voir la LSMO, note 9, paragraphe 2 de l'article 1.

<sup>112</sup> Ce n'est pas le cas dans certains territoires possédant un important marché des dérivés de gré à gré et où la maîtrise du compte de dépôt dans lequel se trouvent les espèces confère à la sûreté préséance sur toute autre (aux États-Unis et dans l'Union européenne, par exemple).

<sup>113</sup> On notera qu'il pourrait être possible de rendre opposable par maîtrise une sûreté sur des espèces qui sont en monnaie physique ou des effets de commerce ou encore inscrites en compte de titres.

registres provinciaux pertinents à l'encontre du débiteur pour connaître les enregistrements antérieurs et les subordinations, les reconnaissances de dette, les renonciations ou les certificats de préclusion des autres créanciers garantis dont les enregistrements préexistants pourraient avoir préséance sur les espèces. Toutefois, en raison du court délai dans lequel sont effectuées les opérations sur dérivés de gré à gré, de la nécessité de transférer les garanties rapidement<sup>114</sup> et du grand nombre d'opérations auxquelles prennent part les participants au marché, il s'avérerait coûteux et laborieux de prendre de telles précautions.

Il est possible de fournir un soutien au crédit sous forme d'espèces sans recourir expressément à la constitution d'une sûreté. Pour ce faire, on procède au transfert absolu de la garantie au motif que la partie qui la reçoit établira en faveur de la contrepartie un solde créditeur qui varierait selon l'exposition au risque calculée sur les opérations entre les parties. Cette approche repose sur la prémisse que la partie recevant la garantie affectera en compensation<sup>115</sup> le solde créditeur dans le cas où la partie qui l'a donnée manquerait à ses obligations découlant des opérations ou deviendrait insolvable. Jusqu'à tout récemment, les participants au marché qui recevaient les espèces avaient la forte certitude de pouvoir exercer leurs droits de compensation créés par le recours à cette forme de soutien au crédit (sans constitution d'une sûreté) même si le fournisseur des espèces avait des créanciers garantis. Cependant, dans l'affaire *Caisse populaire Desjardins de L'Est de Drummond c. Canada*<sup>116</sup>, la Cour suprême du Canada a statué que le fait pour un établissement de crédit d'utiliser comme mode de soutien au crédit l'exercice de ses droits de compensation sur un élément de son passif-dépôts est assimilable à la réalisation d'une sûreté et non à l'exercice d'un droit indépendant. Il est possible que le raisonnement de la Cour dans cette décision puisse s'appliquer à d'autres ententes de soutien au crédit prévoyant un mécanisme de transfert et de compensation, ce qui diminue grandement le degré de certitude des institutions dans la préséance que les droits de compensation peuvent effectivement conférer sur les garanties en espèces<sup>117</sup>.

Aux États-Unis et dans l'Union européenne, les garanties données en espèces dans le cadre d'opérations importantes sur dérivés de gré à gré relèvent d'un régime de maîtrise similaire à celui qui s'applique aux transferts de valeurs mobilières au Canada ou font l'objet de droits de compensation opposables en droit. Or, en vertu des LSM provinciales en vigueur, les participants au marché canadien ne sont pas en mesure d'offrir le même degré de certitude sur leurs garanties en espèces que nombre de participants étrangers, ce qui fait craindre au Comité que les participants au marché canadien aient de la difficulté à affecter des espèces en garantie dans le cadre des opérations sur dérivés de gré à gré et, dès lors, soient contraints d'offrir des formes de garanties plus coûteuses ou des garanties de plus grande valeur pour faire contrepoids.

Ce problème peut aussi entraver la transférabilité des garanties des clients qui sont déposées sur des comptes de liquidité au Canada, les membres compensateurs pouvant être réticents à accepter une garantie en espèces sans certitude juridique d'être titulaires d'une sûreté de premier rang sur les espèces.

Pour procurer aux contreparties centrales, aux membres compensateurs et à leurs clients un degré supérieur de certitude juridique, de protection et de préséance, il faudra peut-être modifier les lois provinciales afin de rendre opposable l'affectation en garantie des comptes de dépôt et d'instituer la préséance par maîtrise. Il serait également possible de renforcer la certitude juridique et la protection des droits sur les garanties données en espèces en consacrant dans la loi la protection des droits contractuels de compensation sur

---

<sup>114</sup> La nécessité de fournir les garanties en temps opportun est particulièrement impérieuse dans le cas d'une marge variable susceptible d'être calculée et versée plusieurs fois par jour.

<sup>115</sup> La compensation dont il s'agit est le droit (contractuel, légal ou en *equity*) d'un créancier de recourir à ce droit pour exécuter sa propre obligation.

<sup>116</sup> *Caisse populaire Desjardins de L'Est de Drummond c. Canada*, 2009 CSC 29; [2009] 2 R.C.S. 94. La convention de compensation en cause est similaire au type de convention conclue dans les opérations sur dérivés de gré à gré, mais l'affaire ne portait pas sur des dérivés.

<sup>117</sup> Le gouvernement du Québec a récemment modifié la LIDQ en vue de permettre l'utilisation de la compensation contractuelle pour fournir un soutien au crédit sous forme d'espèces relativement à des opérations sur dérivés de gré à gré (et certaines autres opérations). Se reporter aux articles 11.1 et 11.2 de la LIDQ.

les garanties en espèces. Telle est la position adoptée dans les modifications apportées récemment à la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec<sup>118</sup>.

Compte tenu de l'importance des garanties en espèces sur le marché des dérivés de gré à gré, le Comité recommande l'institution d'un régime d'opposabilité par maîtrise des garanties en espèces par la modification de la LSM de chaque province. La constitution de sûretés de premier rang sur les espèces données en garantie dans le cadre d'opérations sur dérivés de gré à gré s'en trouverait ainsi facilitée.

## **6.2 Transférabilité des garanties et des positions des clients en vertu de la législation fédérale sur l'insolvabilité**

En cas d'insolvabilité ou de défaillance d'un membre compensateur, il est essentiel que la contrepartie centrale puisse transférer à un ou à plusieurs de ses participants non défaillants les positions et les garanties des clients du membre insolvable ou défaillant. La transférabilité est donc une obligation selon les principes proposés dans le rapport CSPR-OICV et les projets réglementaires des principaux territoires en volume de négociation, tels les États-Unis et l'Union européenne, et elle constitue un critère de traitement préférentiel des fonds propres selon l'Accord de Bâle III<sup>119</sup>.

Afin de réaliser la transférabilité, chaque contrepartie centrale devrait être dotée de règles permettant la cessation de la relation contractuelle entre un membre compensateur et ses clients ainsi que le transfert des positions. Les lois du territoire concerné devraient donner effet à ces règles. L'application des lois sur la faillite et l'insolvabilité pourrait interférer avec la transférabilité des positions si une suspension, ou une interdiction d'opérations temporaire sur les actifs d'un membre compensateur insolvable, était imposée, et que la loi ne prévoyait pas d'exception à cet égard<sup>120</sup>. Une suspension automatique ou sur ordonnance du tribunal pourrait retarder le transfert des positions des clients détenues auprès du membre compensateur insolvable pendant que le représentant en insolvabilité évalue les diverses réclamations des créanciers, ce qui perturberait le fonctionnement de la contrepartie centrale et pourrait être préjudiciable aux positions de couverture des clients.

Le droit canadien pourrait avoir des répercussions sur les contreparties centrales étrangères si l'un de leurs membres compensateurs ou l'un des clients de leurs membres (ou leurs actifs) était assujéti aux lois canadiennes sur la faillite et l'insolvabilité.

Le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde* du Fonds monétaire international pose les exigences juridiques suivantes comme gage d'une transférabilité effective :

[TRADUCTION] • *Les lois applicables aux dérivés ou aux membres compensateurs insolubles ne devraient pas limiter la capacité des clients à liquider leur position auprès de ces membres.*

- *La procédure d'insolvabilité de la contrepartie centrale devrait être disjointe de la procédure générale d'insolvabilité à l'encontre des membres compensateurs insolubles.*

- *Des dispositions légales peuvent être nécessaires pour rendre la transférabilité exécutoire même au début d'une procédure d'insolvabilité instituée à l'encontre du membre compensateur défaillant<sup>121</sup>.*

Les contreparties aux opérations sur dérivés de gré à gré sont réticentes à prendre le risque que les clauses d'annulation et de compensation avec déchéance du terme ne soient

---

<sup>118</sup> *Ibid.*

<sup>119</sup> Document n° 1 du Comité de Bâle, note 96.

<sup>120</sup> La suspension empêche les créanciers de prendre diverses mesures en vue de préserver la valeur d'une société insolvable en exploitation en les empêchant de se départir immédiatement des actifs.

<sup>121</sup> Rapport du Fonds monétaire international, note 29, page 15.



pas entièrement et rapidement exécutoires en cas d'insolvabilité<sup>122</sup>. Les normes prudentielles de fonds propres font qu'il est très avantageux de recourir à la compensation pour échanger avec diverses contreparties, et cela n'est possible qu'avec l'assurance que les conventions de compensation seraient valides et exécutoires dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité<sup>123</sup>. Sans cette assurance, les participants au marché doivent maintenir des fonds propres supplémentaires<sup>124</sup>.

Au Canada, la plupart des lois applicables en matière d'insolvabilité autorisent les clauses d'annulation et de compensation avec déchéance du terme dans une grande variété d'opérations<sup>125</sup>. La *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*, la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, la *Loi sur les liquidations et les restructurations*, la LCRP et la LSADC prévoient des mécanismes de protection pour les opérations sur dérivés définies comme des « contrats financiers admissibles »<sup>126</sup>, notamment les contrats dérivés boursiers et contrats dérivés de gré à gré. Toutefois, il apparaît au Comité qu'il faudra peut-être résoudre certaines questions juridiques afin que les contreparties centrales dont les activités pourraient subir les effets du droit canadien puissent les exercer avec la certitude juridique nécessaire en vertu des lois canadiennes.

Par exemple, la LCRP contient des dispositions qui peuvent soustraire les règles des contreparties centrales désignées et des systèmes désignés de compensation et de règlement à l'application des lois sur la faillite et l'insolvabilité. Cependant, le Comité comprend qu'à l'heure actuelle, le champ d'application de la LCRP peut ne pas englober toutes les contreparties centrales ni tous les participants au marché et les produits pertinents ou protéger adéquatement les règles des contreparties centrales de compensation de dérivés de gré à gré. En outre, il pourrait s'avérer nécessaire d'apporter certaines précisions dans les lois sur l'insolvabilité pour que les contreparties centrales de compensation de dérivés de gré à gré et les participants puissent bénéficier d'une protection comparable à celles dont jouissent les autres infrastructures de marché et pour soutenir les règles et les activités essentielles à une compensation sûre et efficiente.

De l'avis du Comité, pour qu'une contrepartie centrale soit autorisée à offrir des services de compensation indirecte au Canada, les lois sur la faillite et l'insolvabilité ne devraient pas compromettre sa capacité de procéder diligemment à la cessation de la relation entre les membres compensateurs et leurs clients, au transfert des positions et à la réalisation des garanties.

## Conclusion

Le Comité invite le public à lui faire part de ses commentaires sur les propositions présentées dans le présent document au plus tard le 10 avril 2012. Au terme de l'examen des commentaires du public, le Comité mettra au point les lignes directrices définitives sur l'élaboration des règlements et chaque province entreprendra son processus d'élaboration réglementaire.

---

<sup>122</sup> Margaret E. Grotenthaler et Philip J. Henderson, *The Law of Financial Derivatives in Canada*, Carswell Toronto, 2003 (édition révisée), page 5-2.

<sup>123</sup> *Ibid.*, page 5-3.

<sup>124</sup> *Ibid.*

<sup>125</sup> LSADC, note 105, paragraphe 7 de l'article 39.15; *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C., 1985, ch. B-3, article 65.1; *Loi sur les liquidations et les restructurations*, L.R.C. 1985, c. W-11, article 22.1; LCRP, note 76, article 13; *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*, L.R.C. 1985, c. C-36, article 11.1.

<sup>126</sup> Chacune de ces lois comprend la même définition de « contrat financier admissible » dans ses règles et règlements respectifs : *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, article 2; *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*, article 2; *Loi sur les liquidations et les restructurations*, paragraphe 2 de l'article 22.1; LSADC, paragraphe 9 de l'article 39.15. Les décrets fixant au 17 novembre 2007 la date d'entrée en vigueur des nouvelles définitions sont TR/2007-0106 et TR/2007-0105.

Règlement sur les contrats financiers admissibles (Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada), DORS/2007-255; Règles générales relatives aux contrats financiers admissibles (Loi sur la faillite et l'insolvabilité), DORS/2007-256; Règles générales relatives aux contrats financiers admissibles (Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies), DORS/2007-257; Règlement sur les contrats financiers admissibles (Loi sur les liquidations et les restructurations), DORS/2007-258.

## Liste des questions

Question 1 : Existe-t-il des différences entre le modèle de l'opération de contrepartie et celui de l'opération pour compte de tiers dont le Comité devrait tenir compte dans l'établissement des politiques et des règles en matière de séparation et de transférabilité?

Question 2 : Faudrait-il rendre obligatoire le calcul brut de la marge de variation fournie à la contrepartie centrale?

Question 3 : Adhériez-vous à la recommandation du Comité selon laquelle les contreparties centrales devraient adopter le modèle de la séparation juridique complète?

Question 4 : Le modèle de la séparation physique complète comporte-t-il des avantages qui le rendent préférable au modèle de la séparation juridique complète?

Question 5 : Devrait-on établir des critères précis d'investissement des garanties de clients?

Question 6 : Dans l'affirmative, quels types de placements conviendraient aux garanties de clients relatives aux opérations sur dérivés de gré à gré compensées indirectement?

Question 7 : La réutilisation des garanties des clients est-elle compatible avec les objectifs du modèle de la séparation juridique complète et devrait-elle être permise?

Question 8 : Les membres compensateurs devraient-ils être tenus d'offrir des mécanismes prévoyant la détention des garanties des clients par des tiers dépositaires relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré compensées indirectement?

Question 9 : Quels seraient les coûts et les avantages associés au fait d'exiger que les garanties de tous les clients canadiens soient assujetties aux lois canadiennes?

Question 10 : Les mécanismes de transférabilité comportent-ils des risques pour les membres compensateurs qui acceptent les positions de clients en cas de défaillance d'un autre membre?

Question 11 : Soutenez-vous la recommandation du Comité d'obliger les contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré à offrir la transférabilité aux clients, à leur discrétion?

Question 12 : Les courtiers en dérivés de gré à gré devraient-ils être tenus d'offrir des mécanismes prévoyant la détention des garanties par un tiers dépositaire dans le cas des opérations non compensées?

## Annexe A

### **Rapport CSPR-OICV** *Principles for Financial Market Infrastructures\**

#### **Principe 14 : Séparation et transférabilité**

**Une contrepartie centrale devrait établir des règles et des procédures permettant la séparation et la transférabilité des positions et des garanties appartenant aux clients d'un participant.**

##### *Aspects clés*

- 1. La contrepartie centrale devrait se doter de mécanismes de séparation et de transférabilité pour protéger les positions et les garanties des clients dans toute la mesure du possible en vertu du droit applicable, particulièrement en cas de défaillance ou d'insolvabilité d'un participant.*
- 2. La contrepartie centrale devrait employer une structure de comptes lui permettant de distinguer et de séparer facilement les positions et les garanties appartenant au client d'un participant. Ces positions et garanties devraient être conservées dans un compte omnibus ou dans des comptes individuels tenus par elle ou son dépositaire.*
- 3. La contrepartie centrale devrait structurer ses mécanismes de façon à faciliter le transfert des positions et des garanties appartenant aux clients d'un participant défaillant à un ou plusieurs autres participants.*
- 4. La contrepartie centrale devrait diffuser clairement ses règles, politiques et procédures relatives à la séparation et à la transférabilité des positions et de garanties des clients. En outre, elle devrait préciser toute contrainte, notamment juridique ou opérationnelle, qui pourrait nuire à sa capacité de procéder à la séparation ou au transfert complet.*

---

\* Le texte qui suit est une traduction libre de l'extrait tiré de ce rapport.