

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



Comité de l'infrastructure
du marché canadien

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

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

Le 25 janvier 2012

Objet : Document de consultation 91-403 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés : Surveillance et application de la loi (le « document de consultation »)

INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien ou Canadian Market Infrastructure Committee (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation qu'ont publié les ACVM le 25 novembre 2011 relativement à la surveillance et à l'application de la loi du marché des dérivés de gré à gré.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés des participants du marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC comprend les membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque HSBC Canada, la Banque Nationale du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse et La Banque Toronto-Dominion.

Le CMIC apporte une voix unique dans le dialogue concernant le cadre approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. La composition du CMIC a été volontairement établie pour présenter les points de vue aussi bien du côté « achat » que du côté « vente » du marché canadien des dérivés de gré à gré, ainsi que des banques nationales et étrangères actives au Canada.

Le CMIC est reconnaissant envers les ACVM de l'approche consultative qu'elles ont retenue pour examiner le cadre approprié de surveillance, de conduite sur le marché et d'application de la loi sur les marchés des dérivés de gré à gré. Le CMIC estime que cette approche posera les fondations pour l'élaboration d'une

structure réglementaire canadienne¹ qui honorera les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20 en se penchant sur les inquiétudes relatives aux risques systémiques et en effectuant la surveillance appropriée des activités du marché canadien des dérivés de gré à gré et de ses participants.

Les dérivés de gré à gré constituent une importante catégorie de produits utilisés tant par les intermédiaires financiers que par les utilisateurs finaux commerciaux pour gérer le risque et l'exposition au risque. L'accès aux marchés des dérivés de gré à gré représente une composante essentielle de la croissance et de la stabilité financière à long terme des marchés financiers canadiens et de leurs participants.

APERÇU

Dans notre réponse (la « lettre du CMIC relative aux référentiels centraux de données »)² au document de consultation qu'ont publié les ACVM relativement aux référentiels centraux de données sur les dérivés de gré à gré (le « document de consultation sur les référentiels centraux de données »)³, nous avons émis la thèse que le principal objectif de la réforme du marché des dérivés de gré à gré est d'offrir aux organismes de réglementation du risque systémique une meilleure information sur les participants au marché et sur les produits pour qu'ils soient collectivement mieux en mesure de s'attaquer aux préoccupations concernant le risque systémique relativement à l'accumulation de positions et à l'interconnectivité. Nous émettions également la thèse que la surveillance de la conduite sur le marché est considérée comme un aspect secondaire de la réforme du marché des dérivés de gré à gré.

Conformément à notre point de vue présenté dans la lettre du CMIC relative aux référentiels centraux de données, nous sommes d'avis que les autorités fédérales de réglementation devraient jouer un rôle central dans les aspects systémiques de tout nouveau régime de surveillance et d'application de la loi et que les organismes provinciaux et territoriaux de réglementation du marché devraient, dans les limites de leur compétence et de leur mandat législatif respectifs, participer aux aspects relatifs à la surveillance de la conduite sur le marché d'un tel régime. Une telle approche est également compatible avec le fait que le côté « vente » du marché des dérivés de gré à gré au Canada est largement mené par des banques canadiennes et étrangères qui sont soumises au droit bancaire en vertu de la compétence fédérale exclusive. Par ailleurs, nous soulignons que même si la récente décision de la Cour suprême du Canada conclut que la *Loi sur les valeurs mobilières* fédérale proposée sortait du cadre du pouvoir fédéral, la Cour a déclaré que certains aspects de la loi ne pouvaient être soutenus de façon viable par les provinces au niveau national, notamment en ce qui a trait à la gestion des risques systémiques et à la collecte de données à l'échelle nationale.⁴ La Cour suprême a particulièrement fait ressortir le pouvoir fédéral relativement aux risques systémiques.

Par suite de ce qui précède, nous estimons que le régime canadien des dérivés de gré à gré doit accorder aux autorités fédérales de réglementation un rôle déterminant relativement aux aspects sensibles sur le plan systémique des opérations sur dérivés de gré à gré au Canada. La coordination et la coopération seront nécessaires entre les autorités de réglementation fédérales et les organismes provinciaux et territoriaux pour permettre à chaque palier de gouvernement de s'acquitter efficacement des responsabilités relevant de ses compétences respectives. L'absence d'une approche harmonisée créerait des inefficiences ou incohérences dans le régime réglementaire qui feront augmenter les coûts de conformité et le risque d'arbitrage réglementaire.

¹ Les renvois à la « réglementation » ou aux « organismes de réglementation » dans le présent document seront réputés inclure les organismes de réglementation prudentiels, du marché et du risque systémique.

² Réponse du CMIC datée du 9 septembre 2011 au document de consultation sur les référentiels centraux de données. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-402/Comite_infrastructure_91-402.pdf

³ Document de consultation 91-402 des ACVM – Dérivés : Référentiels centraux de données daté du 23 juin 2011. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011juin23-91-402-cons-paper-fr.pdf>.

⁴ Renvoi relatif à la *Loi sur les valeurs mobilières*, 2011 CSC 66 au par. 103.

La création d'un régime global de surveillance et d'application de la loi constituera une tâche énorme exigeant d'importantes ressources et une technologie robuste; toutefois, elle constituera également une occasion importante de rehausser la réputation du Canada à titre de marché réglementé de façon efficace et efficiente. Nous appuyons donc le point de vue des ACVM selon lequel davantage de recherches soient nécessaires à l'égard des différents défis, notamment d'ordre opérationnel, que pose un nouveau régime et recommanderions que les ACVM adoptent une approche progressive, mesurée et axée sur le produit pour la création du nouveau régime afin de tenir compte de ces recherches approfondies en profitant d'une certaine expérience pratique pour l'administration du nouveau régime. Le CMIC demeurera disponible à des fins de consultation pendant toute la durée de la période de recherches et serait heureux de participer à l'élaboration d'une feuille de route pour la mise en œuvre.

Il est important de reconnaître dès le départ que l'élaboration d'un cadre de surveillance et d'application de la loi quant à la conduite sur le marché à l'égard des dérivés de gré à gré ne fait pas partie des engagements du G20 qui doivent être réglés avant décembre 2012. Vu l'ampleur de cette tâche, le CMIC est fermement convaincu que les sujets comme les référentiels centraux de données, qui sont axés sur les objectifs des engagements du G20 visant à déceler et à contrôler le risque systémique, doivent être priorités. Le CMIC recommande donc que la surveillance et l'application de la loi quant à la conduite sur le marché soient abordées à un stade ultérieur puisqu'elles sont tributaires de l'évolution du cadre général de réglementation des dérivés de gré à gré. Le CMIC présente les observations suivantes à l'appui de cette recommandation.

Premièrement, pendant la préparation de notre réponse au document de consultation, nous avons trouvé excessivement difficile de formuler des suggestions précises relativement à la surveillance de la conduite sur le marché et à l'application de la loi étant donné l'absence d'un cadre défini pour les opérations sur dérivés de gré à gré qui reconnaisse, entre autres, les caractéristiques distinctes des produits qui composent le marché des dérivés de gré à gré et qui les réglemente en conséquence. À titre d'exemple, il semblerait y avoir très peu de risques de manipulation du marché ou d'opérations d'initiés reliés à l'exécution de swaps de taux d'intérêt et de devises, lesquels représentent collectivement un volet important du marché des dérivés de gré à gré. Il est donc prévu que les exigences en matière de conduite sur le marché varieront d'un produit à l'autre et il sera important de veiller à ce que l'imposition de ces exigences ne serve pas à modifier les relations existantes entre des contreparties ou à miner la participation sur le marché des dérivés de gré à gré. Tant que ces relations entre la conduite sur le marché et les produits n'auront pas été établies, toute tentative d'élaboration d'un régime approprié de surveillance et d'application de la loi serait prématurée.

Deuxièmement, bien que tous les membres du CMIC appuient fortement la réglementation de la conduite sur le marché, il y a peu ou pas de preuve historique qui suggère qu'il y a eu une conduite au sein du marché des dérivés de gré à gré exigeant une attention immédiate⁵. Le marché des dérivés de gré à gré est principalement un marché institutionnel qui englobe des utilisateurs finaux commerciaux avertis et qui, sauf exceptions limitées, n'est pas un marché où intervient le petit investisseur. Bien au contraire, il s'agit actuellement d'un marché à base de contrats bilatéraux au sein duquel presque toutes les opérations font intervenir au moins une contrepartie réglementée qui est assujettie à une surveillance et à une supervision rigoureuses par un organisme de réglementation prudentiel et qui est dotée de systèmes de pointe et très développés de gestion des risques, et au sein duquel ces contreparties réglementées négocient entre elles ainsi qu'avec des utilisateurs finaux commerciaux avertis. Comme il est mentionné plus haut, tout cadre de réglementation des opérations sur dérivés de gré à gré doit reconnaître les caractéristiques distinctes des catégories de produits qui composent le marché des dérivés de gré à gré et, ce faisant, les distinctions qui existent entre le marché des dérivés de gré à gré et le marché des titres de détail. En adoptant simplement le régime de surveillance et d'application de la loi qui existe actuellement pour les opérations sur titres de participation de sociétés ouvertes, on prend une initiative inutile qui pourrait avoir des conséquences imprévues pour le marché des dérivés de gré à gré.

Finalement, le CMIC estime que les engagements du G20 exigeront que d'importantes questions d'ordre opérationnel et technologique et en matière de ressources soient réglées dans des délais très serrés. Cela peut constituer un véritable défi pour les organismes de réglementation de respecter ces engagements au

⁵ Par exemple, il n'y a pratiquement pas de litiges au Canada dans lesquels des participants au marché aient allégué une conduite sur le marché relativement aux dérivés de gré à gré.

cours des 11 prochains mois s'ils cherchent également à résoudre les questions non essentielles qui ne comportent pas de risques systémiques, notamment les recherches et études supplémentaires qu'envisage le document de consultation. Bien que le CMIC soit pleinement conscient de la nécessité d'effectuer davantage de recherches et d'études pour les raisons décrites plus haut, ces recherches et études exigeront des engagements importants en matière de temps et de ressources qui pourraient détourner l'attention du principal objectif des engagements du G20, c'est-à-dire déceler et contrôler le risque systémique.

SOMMAIRE DE LA RÉPONSE

Le texte qui suit résume la réponse du CMIC au document de consultation, en suivant les trois grandes rubriques du document de consultation. Après le présent sommaire, la réponse précise du CMIC à chacune des recommandations des ACVM est énoncée.

Recommandation du document de consultation 1. Surveillance

Le CMIC prie les ACVM d'adopter la recommandation selon laquelle davantage de recherches et d'études sont exigées avant l'élaboration d'un régime global de surveillance. Le CMIC reconnaît qu'il y a de nombreux défis d'ordre réglementaire et opérationnel qui devront être examinés et surmontés par les ACVM au fur et à mesure que les recherches et études avancent dans ce domaine notamment pour ce qui est de distinguer les produits et services qui doivent faire l'objet d'activités de surveillance, le choix du moment des activités de surveillance et le processus de coordination et de partage de l'information. Nous suggérons que les ACVM, de même que les autorités fédérales de réglementation, soient guidées par les principes d'harmonisation, de coopération et d'efficacité dans l'élaboration des règles et obligations d'information reliées au marché des dérivés de gré à gré.

S'il y a un domaine où le point de vue du CMIC s'écarte du point de vue exprimé dans le document de consultation, c'est celui touchant la surveillance des positions des participants. Presque toutes les opérations sur le marché des dérivés de gré à gré font intervenir au moins une contrepartie qui est assujettie à des règles de prudence et à des exigences rigoureuses en matière de capital, de concentration et de gestion des risques qui diminuent le besoin d'une surveillance supplémentaire de ces positions.

Recommandation du document de consultation 2. Conduite sur le marché

Bien que le CMIC appuie pleinement le maintien de l'intégrité du marché des dérivés de gré à gré, il estime que toute règle connexe relativement à la conduite sur le marché doit prendre acte des éléments suivants et en tenir compte :

- le raffinement des participants au marché des dérivés de gré à gré;
- le cadre réglementaire rigoureux dans lequel évoluent la plupart des participants;
- le cadre contractuel dans lequel les opérations sur dérivés de gré à gré sont actuellement menées;
- les distinctions qui existent entre les diverses catégories de produits dérivés de gré à gré; et
- les distinctions qui existent entre les marchés institutionnels, comme le marché des dérivés de gré à gré, et le marché des titres de détail.

Comme il est indiqué plus haut, il y a peu ou pas de preuve historique d'inconduite sur le marché des dérivés de gré à gré exigeant une attention immédiate. La conduite sur le marché, la surveillance et l'application de la loi devraient donc se voir accorder moins de priorité que les questions reliées au risque systémique pour veiller à ce que suffisamment de temps et de ressources puissent être consacrés à l'examen des facteurs susmentionnés et à ce que ce temps et ces ressources ne s'écartent pas de l'objectif principal qui est de respecter les engagements du G20. Les règles de conduite sur le marché devraient donc être justifiées et ne

devraient pas entraîner des conséquences imprévues pouvant avoir un effet défavorable sur le marché des dérivés de gré à gré.

Recommandation du document de consultation 3. Application de la loi

Le CMIC est généralement d'accord avec le besoin de créer, à un stade ultérieur, un cadre d'application de la loi à l'égard du marché des dérivés de gré à gré dès que les exigences réglementaires applicables aux différentes catégories de produits dérivés de gré à gré auront été clarifiées. Le CMIC estime qu'un tel cadre doit prendre acte, entre autres, des recours contractuels existants dont disposent les participants au marché, des caractéristiques distinctes de chaque catégorie de produit dérivé de gré à gré et de la compétence appropriée régissant de telles activités d'application de la loi.

RÉPONSES PRÉCISES AUX RECOMMANDATIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM

À des fins d'exhaustivité, le CMIC a fourni une réponse à chacune des recommandations contenues dans le sommaire du document de consultation qui sont reproduites ci-dessous.

1. Surveillance

a) *Extension du système actuel de surveillance des marchés au marché des dérivés de gré à gré*

Énoncé des ACVM *Les organismes provinciaux de réglementation du marché doivent effectuer davantage de recherches et d'études sur l'élaboration d'un système global de surveillance qui étendrait le système actuel au marché des dérivés de gré à gré et qui comprendrait une analyse interproduits et intermarchés.*

Le CMIC reconnaît que davantage de recherches et d'études sont nécessaires relativement à l'élaboration et à l'administration envisagées d'un système global de surveillance du marché des dérivés de gré à gré. Les domaines suggérés pour des études détaillées comprennent les produits et les participants devant être visés par les activités de surveillance, le moment choisi pour faire cette surveillance, ainsi que la coordination et le partage de l'information avec des organismes nationaux et étrangers de réglementation. Ces recherches et études devraient donc être menées conjointement avec les organismes fédéraux et provinciaux de concert avec les participants au marché.

Pour diverses raisons, y compris le raffinement des participants au marché des dérivés de gré à gré, l'information détaillée partagée entre les contreparties et la nature de certains produits négociés sur le marché des dérivés de gré à gré, la preuve historique donne à penser que la possibilité de manipulations au sein du marché des dérivés de gré à gré est éloignée⁶. Par conséquent, les ressources ne devraient pas être axées sur les produits qui posent peu de risques d'inconduite sur le marché. Dans le même ordre d'idées, l'analyse interproduits et intermarchés devrait être axée sur les produits et marchés pouvant le plus directement avoir un effet sur les marchés qui sont actuellement réglementés par les autorités canadiennes. Il faudrait également tenir compte de la compatibilité des exigences réglementaires nationales et étrangères régissant les opérations sur dérivés de gré à gré compte tenu de la nature mondiale du marché des dérivés de gré à gré et du grand nombre de participants internationaux exécutant des opérations avec des contreparties canadiennes.

D'autres études approfondies sont nécessaires quant au choix du moment pour les activités de surveillance envisagées. Des structures d'opérations inhabituelles, des opérations d'initiés et la manipulation des cours sont des exemples d'activités qui sont le plus susceptibles d'être découvertes par surveillance et enquête après les opérations plutôt que par surveillance en temps réel. Il faudrait songer davantage aux activités et comportements que la surveillance du marché des dérivés de gré à gré est censée déceler et prévenir, afin que les moyens et délais les plus appropriés puissent être établis en matière de surveillance.

⁶ Voir *supra* note 5.

Le CMIC convient qu'il sera nécessaire aux organismes fédéraux et provinciaux de réglementation d'examiner les coûts importants et les questions liées au fonctionnement auxquels ils seront confrontés dans le cadre de la mise en œuvre d'un système global de surveillance. En plus des questions soulevées dans le document de consultation, le CMIC s'inquiète également des risques accrus liés à la confidentialité et à la sécurité que pose l'introduction d'un système d'archivage et de stockage de données à l'extérieur d'un référentiel central de données mis sur pied ou mandaté à la suite du processus de consultation déclenché par le document de consultation sur les référentiels centraux de données.

Le CMIC appuie une approche harmonisée pour la collecte de données et la surveillance dans tous les marchés et territoires, aussi bien au Canada qu'à l'échelle internationale. Afin de minimiser le fardeau de présentation d'information pour les participants au marché et d'éliminer tout double emploi ou toute incohérence dans les obligations d'information, il faudrait envisager de regrouper toutes les exigences de présentation d'information sur les dérivés de gré à gré au niveau d'un référentiel central de données sous l'égide du gouvernement fédéral. Comme il est indiqué plus haut, la décision qu'a rendue la Cour suprême du Canada en décembre 2011 relativement à la compétence concernant le droit canadien des valeurs mobilières énonce clairement que la collecte des données à l'échelle nationale relève de la compétence fédérale en ce qui a trait au risque systémique.⁷

Comme il est indiqué dans la lettre du CMIC relative aux référentiels centraux de données⁸, il existe un besoin de protocoles d'entente détaillés entre les autorités de réglementation canadiennes et internationales pour créer un cadre pour la collecte et le partage de l'information. Ces protocoles d'entente devront, entre autres choses, se pencher sur la question de l'emplacement du stockage des données, la portée et l'objet de la collecte et du partage des données, la sécurité des données, la confidentialité et la responsabilité s'y rattachant, et la mesure dans laquelle l'application de la loi se fera d'un territoire à un autre et la façon d'y procéder. Des protocoles d'entente seront également pertinents dans le cadre de toute analyse et surveillance intermarchés pour veiller à ce que les organismes de réglementation n'aient accès qu'aux données relatives aux participants et aux opérations qui relèvent du mandat d'un organisme donné de réglementation.

b) Suivi des positions des participants

Énoncé des ACVM *De concert avec d'autres organismes clés de réglementation du marché canadien, les organismes provinciaux de réglementation du marché devraient obtenir des données sur les positions détenues par les personnes inscrites et d'autres participants clés au marché des dérivés de gré à gré afin de comprendre les risques auxquels sont soumis ces participants, le marché et l'économie canadienne.*

Le CMIC croit fermement que les autorités fédérales de réglementation devraient surveiller le risque systémique au sein du marché des dérivés de gré à gré. Pour ce qui est de la questions des ACVM concernant les limites de position, le CMIC est d'avis qu'il n'y a aucun besoin de réglementer les limites de position vu l'absence de preuve selon laquelle les limites de position réduiraient le risque systémique⁹. En outre, puisque presque toutes les opérations sur le marché des dérivés de gré à gré font intervenir au moins une contrepartie qui est déjà assujettie à des exigences existantes en matière de capital, de concentration et de gestion des risques¹⁰ que leur imposent des organismes de réglementation prudentiels ou des organismes d'autoréglementation, le CMIC estime que le suivi des positions des participants par les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières ne devrait pas être nécessaire. Le CMIC est prêt à discuter des objectifs du suivi des positions afin de mieux comprendre quels sont les participants et les opérations dont on envisage de faire le suivi et d'aider les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières à élaborer un régime approprié, s'il est établi qu'un tel régime est nécessaire.

⁷ *Supra* note 4.

⁸ *Supra* note 2 (en page 4).

⁹ Par exemple, voir la documentation relative aux limites de position aux adresses suivantes : www.cato.org/pubs/regulation/regv33n2/regv33n2-8.pdf; www.economist.com/node/21529073.

¹⁰ Par exemple, voir la ligne directrice B-7 du BSIF concernant la gestion des risques relatifs aux instruments dérivés.

Dans la mesure où le suivi des positions est mis en œuvre, le CMIC estime que, conformément à la réponse à la recommandation 1.a), un tel suivi ne devrait se faire qu'à l'égard de l'information dont disposent les organismes de réglementation par l'entremise d'un référentiel central de données plutôt que de soumettre les participants à d'autres obligations d'information, éventuellement redondantes ou incompatibles. Vu la nature multinationale des opérations sur dérivés de gré à gré, à moins que l'information ne soit regroupée en un même lieu, il se pose un risque très important que l'information dont disposent les organismes de réglementation puisse être fragmentée ou incomplète, ce qui ne leur permettrait pas d'évaluer avec précision la position d'un participant donné et pourrait très bien mener les organismes de réglementation à tirer des conclusions inexactes et trompeuses. Pour qu'un tel régime soit efficace, les organismes de réglementation devront avoir accès, par l'entremise d'un référentiel central de données, à de l'information complète concernant les participants et les opérations qui relèvent du mandat de l'organisme de réglementation.

c) Gestion des données

Énoncé des ACVM i) *Il est nécessaire de conférer aux organismes provinciaux de réglementation du marché le pouvoir d'accéder aux données sur les dérivés de gré à gré et les participants au marché des dérivés de gré à gré, de les recevoir et de les analyser.*

Le CMIC appuie la capacité des organismes provinciaux de réglementation du marché d'accéder aux données sur les dérivés de gré à gré et les participants au marché des dérivés de gré à gré qui concernent les participants et les opérations qui relèvent du mandat d'un organisme de réglementation en particulier. Comme il est indiqué dans les réponses aux recommandations 1.a) et 1.b), les données relatives aux participants et aux opérations devant faire l'objet de collecte et d'analyses devraient être recueillies par l'entremise d'un référentiel central de données plutôt que de soumettre les participants à d'autres exigences de déclaration, éventuellement contradictoires. Le CMIC est d'accord avec la proposition des ACVM voulant que les organismes de réglementation puissent obtenir des données normalisées auprès d'autres organismes de réglementation dans la mesure où cette information est disponible. Le rôle déterminant du pouvoir fédéral dans la collecte des données à l'échelle nationale, comme le reconnaît la récente décision de la Cour suprême du Canada sur le droit des valeurs mobilières, doit être reconnu.

Énoncé des ACVM ii) *Les organismes provinciaux de réglementation du marché devraient collaborer avec les organismes de réglementation canadiens et internationaux ainsi qu'avec les entités réglementées qui détiennent des données sur les dérivés de gré à gré en vue de conclure des accords de coopération à des fins de surveillance et d'application de la loi. Ils devraient veiller à ce que la législation leur confère le pouvoir d'échanger de l'information avec ces entités.*

Comme il est indiqué dans la réponse à la recommandation 1.a) et dans la lettre du CMIC relative aux référentiels centraux de données¹¹, il est nécessaire d'adopter une approche harmonisée, tant à l'échelle nationale qu'internationale, pour veiller à la cohérence de la surveillance et de l'application de la loi partout au Canada et au sein du marché international des dérivés de gré à gré. Cette approche harmonisée doit être suivie au Canada tout en reconnaissant le rôle déterminant que doit jouer le pouvoir fédéral dans la collecte des données à l'échelle nationale. Le CMIC estime que les données d'ensemble d'un référentiel central de données devraient être mises à la disposition des organismes fédéraux et provinciaux canadiens et des organismes internationaux pour que soit effectuée une analyse relevant du mandat de chaque organisme de réglementation de façon harmonisée. Des protocoles d'entente devront être mis en place afin de régir la collecte et le partage des données entre les organismes de réglementation qui détiennent de l'information reliée aux marchés des dérivés de gré à gré. Pour veiller à ce que ce partage de données soit autorisé, diverses modifications législatives devront être apportées avant la mise en œuvre d'un régime global de surveillance et d'application de la loi.

Il faudrait aussi tenir compte du règlement des conflits en cas d'incompatibilité entre des cadres de compétence au moment d'établir des ententes de coopération avec d'autres territoires non canadiens aux fins

¹¹ *Supra* note 2 (en page 14).

des activités de surveillance, de suivi et d'application de la loi. Le CMIC suggère de s'en remettre à la compétence du territoire d'attache d'un participant comme solution possible à un tel conflit.

Énoncé des ACVM *iii) Les organismes provinciaux de réglementation du marché devraient comparer la législation sur l'accès à l'information à la législation en valeurs mobilières en vigueur dans leur province pour veiller à ce que la confidentialité de l'information reçue à des fins de surveillance soit préservée. S'il y a lieu, ils pourraient devoir collaborer avec leur gouvernement respectif à l'introduction de dérogations à la législation provinciale sur l'accès à l'information.*

Le CMIC est d'accord avec cette recommandation. Un examen détaillé de la législation en valeurs mobilières et sur l'accès à l'information est nécessaire pour veiller à la confidentialité et à la sécurité de l'information que reçoivent les organismes de réglementation à des fins de surveillance. Si la législation provinciale sur l'accès à l'information est invoquée et que des données du marché des dérivés de gré à gré sont communiquées au public, cela pourrait avoir des conséquences défavorables pour les participants, les cours, les volumes et de nouvelles émissions sur les marchés, notamment celui des dérivés de gré à gré.

d) Questions liées au fonctionnement

Énoncé des ACVM *Les organismes provinciaux de réglementation du marché doivent approfondir l'analyse et l'étude de diverses questions liées au fonctionnement qu'il faudra résoudre pour élaborer et établir un système global de surveillance des marchés financiers qui s'étende au marché des dérivés de gré à gré. Les questions clés comprennent, notamment :*

- *le choix de la ou des entités qui seront chargées de la surveillance du marché des dérivés de gré à gré et de l'encadrement des participants au marché;*
- *l'analyse des ressources, de l'expertise et des capacités d'analyse, tant sur le plan humain que technologique, qui sont nécessaires à l'exercice de la surveillance;*
- *l'établissement d'une façon de regrouper et de rapprocher les ensembles de données que les organismes provinciaux de réglementation du marché recevront de sources diverses.*

Le CMIC appuie la recommandation que soient approfondies l'analyse et l'étude des questions liées au fonctionnement auxquelles sont confrontées les ACVM dans le cadre de l'élaboration et de l'établissement des systèmes nécessaires à un système global de surveillance. Conformément à cette recommandation, le CMIC estime que dans une première étape, le paysage réglementaire devrait être établi et des mandats de surveillance attribués. Si plusieurs entités seront chargées de la surveillance des marchés des dérivés de gré à gré et de l'encadrement des participants au marché, le CMIC réitère le besoin de recourir à une approche harmonisée comportant une division opportune de responsabilité. La surveillance du risque systémique devrait relever du pouvoir fédéral et dans la mesure où la surveillance de la conduite sur le marché relève du mandat des organismes provinciaux de réglementation du marché, il est essentiel que les règles provinciales soient uniformes et appliquées de façon constante. Les ACVM devraient également tenir compte de l'ampleur et de la portée des éventuelles technologies de l'information qui devront être développées et des coûts reliés à la mise en œuvre d'un régime global de surveillance, puisque l'architecture des systèmes sera cruciale pour une surveillance efficace et efficiente.

2. Conduite sur le marché

Énoncé des ACVM *Le Comité recommande que les organismes provinciaux de réglementation du marché obtiennent dans leur législation le pouvoir d'instaurer, lorsque jugé opportun, des règles visant particulièrement à répondre aux problèmes suivants de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré :*

- *la manipulation du marché et la fraude;*
- *les informations fausses ou trompeuses;*

- *les déclarations interdites;*
- *les pratiques de négociation abusives;*
- *l'obligation de tenue de dossiers et de piste d'audit;*
- *les opérations d'initiés;*
- *le contournement ou l'évitement;*
- *le recours abusif aux dispenses;*
- *les normes de conduite des personnes inscrites.*

Comme il est indiqué plus haut, bien que le CMIC appuie pleinement le maintien de l'intégrité du marché des dérivés de gré à gré, il estime que les règles connexes en matière de conduite sur le marché doivent reconnaître le raffinement des participants au marché des dérivés de gré à gré, le cadre réglementaire rigoureux dans lequel évoluent la plupart des participants, le cadre contractuel dans lequel les opérations sur dérivés de gré à gré sont actuellement menées, les distinctions qui existent entre les diverses catégories de produits dérivés de gré à gré, et les distinctions qui existent entre les marchés institutionnels, comme le marché des dérivés de gré à gré, et le marché des titres de détail.

Contrairement au marché des titres de détail, sur le marché des dérivés de gré à gré, la plupart des participants sont de grandes institutions fortement réglementées ou des utilisateurs finaux commerciaux avertis. Presque toutes les opérations sur le marché des dérivés de gré à gré font intervenir au moins une contrepartie qui a un système de gestion des risques de pointe et très développé et qui est assujettie à une surveillance et à une supervision rigoureuses par un organisme de réglementation prudentiel. Cette caractéristique du marché répond à la vaste majorité des inquiétudes relatives à la conduite sur le marché dont il est fait mention dans le document de consultation. Advenant que des règles de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré soient mises en œuvre, il est essentiel que la portée de cette réglementation et de cet examen minutieux soit proportionnelle au raffinement des participants au marché des dérivés de gré à gré et au cadre réglementaire dans lesquels ils évoluent actuellement.

Les règles de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré devraient également reconnaître que le marché des dérivés de gré à gré est actuellement un marché à contrat bilatéral où la conduite est généralement régie par les conditions générales d'un accord-cadre de l'ISDA (l'« accord de l'ISDA ») ou d'un autre accord-cadre comportant des dispositions semblables à celles de l'accord de l'ISDA. L'accord de l'ISDA renferme des déclarations, engagements, cas de résiliation, cas de défaut, recours et dispositions normalisés énonçant des pratiques normalisées. Par exemple, l'accord de l'ISDA renferme i) une déclaration des parties selon laquelle la signature de l'accord de l'ISDA et l'exécution de toutes les obligations aux termes de cet accord ne violent pas toute loi applicable ou toute ordonnance ou décision d'un organisme gouvernemental compétent ni n'entrent en conflit avec une telle loi ou une telle ordonnance ou décision et ii) un engagement des parties qu'elles se conformeront à tous égards importants à l'ensemble des lois et ordonnances applicables auxquelles elles peuvent être assujetties. Par conséquent, les règles de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré devraient être formulées en tenant compte de la nature contractuelle du marché des dérivés de gré à gré.

Finalement, en plus des distinctions qui existent entre les marchés institutionnels, comme le marché des dérivés de gré à gré, et le marché des titres de détail, il est également important que les règles de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré prennent acte des distinctions qui existent entre les diverses catégories de produits dérivés de gré à gré. En raison de ces distinctions, la possibilité d'inconduite sur le marché variera d'un produit à un autre et sera, dans certains cas, non existante à l'égard aussi bien du contrat dérivé de gré à gré que de l'élément sous-jacent. Les exigences en matière de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré devraient donc être adaptées aux produits qu'elles sont censées réguler. À titre d'exemple, il semble qu'il y ait très peu de possibilité de manipulation du marché ou d'opérations d'initiés se

rattachant à l'exécution de swaps de taux d'intérêt et de devises, lesquels représentent collectivement un aspect important du marché des dérivés de gré à gré. Les exigences en matière de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré doivent donc être sensibles aux produits qu'elles sont censées réglementer pour veiller à ce que l'imposition de ces exigences ne serve pas à modifier des relations existantes entre les contreparties, à créer de la confusion au sujet de leurs responsabilités respectives, à miner les niveaux actuels de participation au marché des dérivés de gré à gré ou à ratisser trop large et donc soumettre des opérations courantes à des coûts de conformité relativement prohibitifs qui pourraient laisser les participants au marché des dérivés de gré à gré sans moyen efficace d'atténuation du risque.

À l'heure actuelle, il y a peu ou pas de preuve historique suggérant qu'il existe une inconduite sur le marché des dérivés de gré à gré qui justifie une attention immédiate. Il est donc soumis que les exigences en matière de conduite sur le marché des dérivés de gré à gré et le régime connexe de surveillance et d'application de la loi devraient se voir accorder moins de priorité que les questions reliées au risque systémique étant donné que beaucoup de temps et d'efforts devront être consacrés à l'examen des variables relatives à la conduite sur le marché citées plus haut et que cela ne devrait pas permettre qu'on s'écarte de l'objectif principal visant à respecter les engagements du G20 avant décembre 2012.

3. Application de la loi

Énoncé des ACVM *Pour la même raison, les organismes provinciaux de réglementation du marché devraient obtenir le pouvoir d'étendre aux dérivés de gré à gré les pouvoirs d'enquête et d'application de la loi prévus dans la législation en valeurs mobilières.*

Comme il est indiqué dans la réponse à la recommandation 1.d), le CMIC estime que dans une première étape, le cadre réglementaire des opérations sur dérivés de gré à gré devra évoluer davantage avant qu'un régime d'application de la loi ne puisse être formulé. Le CMIC réitère le besoin d'adopter une approche harmonisée avec une division appropriée de responsabilités entre les organismes fédéraux et provinciaux de réglementation. La surveillance du risque systémique devrait relever du pouvoir fédéral et dans la mesure où la surveillance de la conduite sur le marché et les questions connexes d'application de la loi relèvent du mandat des organismes provinciaux de réglementation du marché, il est essentiel que les règles provinciales soient uniformes et appliquées de façon constante.

Les activités relatives à l'application de la loi devraient également être adaptées aux produits et au marché. Comme il est indiqué dans la réponse aux recommandations 1.a) et 2), certains produits dérivés de gré à gré ne sont vraisemblablement pas susceptibles d'inconduite sur le marché et les exigences en matière d'inconduite sur le marché devraient donc être adaptées au potentiel de risque d'inconduite sur le marché d'un produit dérivé de gré à gré en particulier. Il faudrait également tenir compte du cadre contractuel existant, lequel aborde les recours dont disposent les parties dans le rare cas d'une violation des modalités des opérations sur dérivés.

CONCLUSION

Le CMIC considère qu'un engagement continu auprès des ACVM est déterminant pour l'élaboration d'un cadre réglementaire qui respecte les engagements du G20 et atteint les objectifs prévus de politiques publiques. Comme il est indiqué plus haut, nous croyons que le risque systémique devrait à l'heure actuelle constituer la priorité des organismes de réglementation et que la surveillance et l'application de la loi devraient suivre une fois qu'un cadre réglementaire plus large visant les dérivés de gré à gré aura été élaboré. Sous réserve de ce qui précède, nous appuyons la majorité des propositions et concepts énoncés dans le document de consultation. Là où nous suggérons des solutions de rechange, nous croyons que ces solutions coïncident étroitement avec les objectifs des ACVM. Étant donné le pouvoir fédéral sur le risque systémique, il est essentiel d'adopter une approche fédérale-provinciale conjointe. L'inclusion judicieuse par les organismes de réglementation dans l'élaboration du régime de surveillance et d'application de la loi des thèmes énoncés à la rubrique *Aperçu* au début de la lettre du CMIC relative aux référentiels centraux de données (reconnaissance du pouvoir fédéral sur le risque systémique, harmonisation canadienne et coopération intergouvernementale et processus d'établissement de règles sur mesure et progressives) contribuera de façon significative à la réussite du cadre en résultant.

Le document de consultation est le deuxième d'une série de huit documents de consultation qui seront publiés. Dans la mesure où cela est nécessaire, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement à la surveillance et à l'application de la loi après la publication des documents de consultation restants.

Le CMIC espère que nos observations seront utiles à l'élaboration d'un cadre réglementaire de surveillance et d'application de la loi et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour les participants au marché qui seront assujettis au régime. Le CMIC se réjouit de la possibilité de discuter de la présente réponse avec des représentants des ACVM.

Les points de vue exprimés dans la présente lettre sont ceux des membres du CMIC indiqués ci-dessous :

Bank of America Merrill Lynch
Banque de Montréal
Banque Canadienne Impériale de Commerce
L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada
Healthcare of Ontario Pension Plan
Banque HSBC Canada
Banque Nationale du Canada
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Banque Royale du Canada
La Banque de Nouvelle-Écosse
La Banque Toronto-Dominion