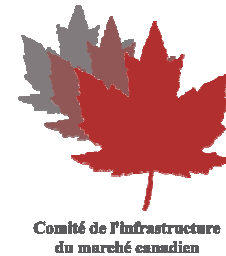


Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Saskatchewan Financial Services Commission



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 10 avril 2012

Objet : Document de consultation 91-404 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés : Séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré (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 10 février 2012 relativement à la séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés de certains participants du marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC est composé des membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, la Caisse de dépôt et placement du Québec, L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, 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 la séparation et transférabilité dans la compensation 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 dans la compensation des dérivés de gré à gré.

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

Modifications législatives

Dès le départ, il est important de souligner que tout régime réglementaire proposé de compensation des dérivés de gré à gré au Canada est incomplet et inutilisable à moins que certaines modifications législatives importantes soient aussi apportées. Aucun des modèles analysés dans le document de consultation (c.-à-d. le modèle de l'opération de contrepartie ou le modèle de l'opération pour compte de tiers, ou l'un ou l'autre des quatre modèles de séparation) ne peut réellement fonctionner correctement sans ces modifications législatives. De plus, si ces modifications ne sont pas apportées à l'infrastructure juridique canadienne, il est alors très prévisible que l'activité des marchés des dérivés de gré à gré au Canada se déplacera vers des territoires qui ont mis en place l'infrastructure juridique nécessaire.

Il y a quatre modifications législatives fondamentales qui constituent l'infrastructure juridique essentielle qui doit être mise en place avant qu'un modèle réglementaire efficace de déclaration et de compensation des dérivés de gré à gré puisse être utilisé de la manière prévue. Deux des quatre modifications sont mentionnées dans le document de consultation, alors que les deux autres ne le sont pas. On n'insistera jamais assez sur l'importance de ces quatre exigences législatives fondamentales. En résumé, ce sont les suivantes :

- Les lois provinciales sur les sûretés mobilières doivent être modifiées pour tenir compte de l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés grevant des espèces. Cette modification permettra aux opérations canadiennes d'avoir le même régime d'opposabilité que les opérations américaines.
- La confidentialité de l'information relative aux opérations doit être traitée de sorte que les communications aux référentiels centraux et aux chambres de compensation n'entraînent pas de violations contractuelles.
- Des modifications doivent être apportées à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (Canada) (la « LCRP »), comme il est indiqué ci-après.
- Les trois lois fédérales en matière d'insolvabilité doivent subir des modifications comme il est indiqué ci-après.

Les modifications que nécessitent la LCRP et les lois fédérales en matière d'insolvabilité sont essentielles à une bonne gestion du risque systémique (particulièrement dans des conditions de marché tendues) afin de faire en sorte qu'en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur, la compensation indirecte au Canada se déroule comme prévu de sorte qu'une contrepartie centrale soit en mesure de procéder diligemment à la cessation des relations de membres compensateurs, au transfert avec succès des positions des clients (c.-à-d. opérations et garanties connexes) et à la réalisation des garanties conformément à ses règles de compensation. Nous présentons ci-dessous une description de la nature de ces quatre modifications législatives requises.

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.

Harmonisation

Dans nos réponses (la « lettre du CMIC sur les référentiels centraux ») et la « lettre du CMIC sur la surveillance et l'application », respectivement, et collectivement, les « lettres du CMIC »² aux documents de consultation publiés par les ACVM relativement aux référentiels centraux des dérivés de gré à gré (le « document sur les référentiels centraux »)³ et sur la surveillance et l'application du marché des dérivés de gré à gré (le « document sur la surveillance et l'application »)⁴ nous avons souligné le besoin de coordination et de collaboration entre les organismes de réglementation fédéraux, provinciaux et territoriaux afin de permettre à chaque palier de gouvernement de s'acquitter efficacement de ses responsabilités respectives en ce qui concerne les dérivés de gré à gré. Nous avons aussi fait ressortir le besoin de règles qui coïncident avec les normes mondiales compte tenu des caractéristiques uniques du Canada en ce qui a trait au système juridique et au marché.

Conformément à la position que nous avons adoptée dans nos deux lettres du CMIC précédentes, nous sommes d'avis que l'adoption au Canada, sur une base harmonisée, de normes et protocoles de séparation et de transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré élaborées par des organismes internationaux⁵ éliminera le risque d'un cadre canadien incompatible. Il n'y a aucun avantage (mais plutôt un désavantage concurrentiel important) à trouver des solutions canadiennes qui sont incompatibles avec ce que seront vraisemblablement les exigences à la grandeur de l'industrie dans le monde.

Portée de la « compensation indirecte »

En guise d'observation initiale, le CMIC précise que dans le document de consultation, la « compensation indirecte » s'entend de la compensation des opérations sur dérivés de gré à gré des investisseurs participants et des autres participants aux marchés des dérivés de gré à gré par une contrepartie centrale en passant par un membre compensateur. Nous sommes d'avis que les règles et règlements qui sont élaborés devraient être suffisamment souples pour tenir compte des besoins pratiques des investisseurs participants et des autres participants aux marchés des dérivés de gré à gré qui peuvent avoir recours aux services de courtiers pour compenser des opérations si ce courtier n'est pas lui-même un membre compensateur. Cela fera en sorte de garantir un accès continu au marché pour les participants au marché de moindre envergure qui vraisemblablement continueront d'avoir accès par l'entremise d'un courtier en valeurs. Par conséquent, la « compensation indirecte » devrait aussi tenir compte de la relation entre le client, le courtier, le membre compensateur et la contrepartie centrale. Par exemple, il est peu probable que chaque caisse de crédit traite directement avec un membre compensateur pour compenser des opérations et, la caisse de crédit centrale agira plutôt comme courtier et traitera avec le membre compensateur pour le compte de plusieurs caisses de crédit membres. Nous sommes conscients que le modèle de courtage est très courant dans les marchés à terme et prévoyons qu'il en sera de même dans les marchés des dérivés de gré à gré lorsque de telles opérations devront être compensées.

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.

Réponse du CMIC datée du 25 janvier 2012 au document de consultation sur la surveillance et l'application de la loi. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/Commentaires_91-403/91-403_comite-infrastructure-marche-canadien.pdf.

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 Document de consultation 91-403 des ACVM – Dérivés : Surveillance et application de la loi daté du 25 novembre 2011. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/2011nov25-91-402-cons-fr.pdf>.

⁵ Y compris le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs.

RÉSUMÉ DE LA RÉPONSE

Le texte qui suit résume la réponse du CMIC au document de consultation, présentée selon les six grandes rubriques du document de consultation. Après le présent résumé, la réponse précise du CMIC à chacune des recommandations des ACVM et à chacune des 12 questions des ACVM est présentée.

Article 1 du document de consultation : Modèle de l'opération de contrepartie ou modèle de l'opération pour compte de tiers

La principale distinction entre le modèle de l'opération de contrepartie et celui de l'opération pour compte de tiers consiste à établir quelle partie assume une responsabilité légale envers le client dans une opération sur dérivés de gré à gré compensée. Dans le modèle de l'opération de contrepartie, il existe une relation contractuelle entre le client et le membre compensateur et une relation contractuelle correspondante existe entre le membre compensateur et la contrepartie centrale. Dans le modèle de l'opération pour compte de tiers, le client a une relation directe avec la contrepartie centrale, le membre compensateur agissant en tant que mandataire et garant du client. Cette distinction donne lieu à des différences importantes entre les modèles, notamment en ce qui concerne la documentation, les aspects opérationnels et l'incidence de la faillite d'un membre compensateur.

Les principaux documents exigés dans le modèle de l'opération de contrepartie sont les ententes bilatérales et les modalités de garantie entre le client et le membre compensateur et, par ricochet, entre le membre compensateur et la contrepartie centrale (qui intégrerait par renvoi les règles de la contrepartie centrale), le membre compensateur étant dans une situation de risque neutre du marché. La garantie que donne un client au membre compensateur est, pour des motifs d'ordre pratique, donnée par le membre compensateur à l'égard de la position correspondante entre le membre compensateur et la contrepartie centrale. Par conséquent, les mécanismes de garantie et la loi applicable doivent expressément permettre au membre compensateur de réutiliser la garantie reçue du client pour que le membre compensateur remette cette garantie à la contrepartie centrale relativement à la position correspondante.⁶ De même, l'entente intervenue entre un membre compensateur et une contrepartie centrale devrait donner à la contrepartie centrale le droit de réutiliser la garantie donnée à celle-ci. Dans certains systèmes de compensation, le membre compensateur fournit aussi au client une sûreté dans le compte du client du membre compensateur à la contrepartie centrale, ce qui permet au client d'avoir accès à sa sûreté en cas de faillite du membre compensateur.⁷ En cas de faillite du membre compensateur, les lois et règles pertinentes en matière de faillite de la contrepartie centrale applicable (dans la mesure où les lois pertinentes en matière de faillite n'ont pas préséance sur ces règles) s'appliqueraient dans le cadre du transfert de la position du client (c.-à-d. opérations et garantie). En règle générale, la position du client est transférée dans le compte de client d'un membre compensateur suppléant, si un tel membre est désigné pour accepter cette position du client et est en mesure de le faire. Si aucun membre compensateur suppléant viable n'est indiqué dans un délai raisonnable, les deux niveaux de l'opération (c.-à-d. entre le client et le membre compensateur d'une part et entre le membre compensateur et la contrepartie centrale d'autre part) sont liquidés conformément à leurs modalités. S'il existe une marge excédentaire après la liquidation des positions, elle est retournée directement au client conformément à la sûreté mentionnée plus haut.

⁶ Nous précisons qu'il est possible que les types et le montant exacts de garantie exigés par le membre compensateur pour satisfaire à ses propres critères internes en matière de gestion des risques soient différents des types et du montant de marge qu'exige la contrepartie centrale. Si le montant de garantie qu'exige la contrepartie centrale est inférieur au montant qu'exige le membre compensateur, cela aura pour résultat que le membre compensateur détiendra cette garantie « excédentaire » et, sous réserve des modalités des ententes de garantie conclues entre le client et le membre compensateur, il réutilisera cette garantie dans le cadre de ses activités de membre compensateur. Si les types de garantie qu'exige la contrepartie centrale diffère des types autorisés par le membre compensateur, les modalités des ententes de garantie peuvent expressément permettre la réutilisation par le membre compensateur afin de convertir la garantie en les types permis par la contrepartie centrale. Nous précisons de plus que la réutilisation de la garantie par le membre compensateur ou par la contrepartie centrale n'est nécessaire que si une sûreté est créée en premier lieu.

⁷ Par exemple, voir les LCH Clearing House Procedures, Section 2C, Appendix 2C.I. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lchclearnet.com/Images/section2c_tcm6-43744.pdf.

Aux termes du modèle de l'opération pour compte de tiers, la documentation principale consiste en une entente entre le client et le membre compensateur, laquelle est modifiée en fonction de la relation entre le client et la contrepartie centrale et le membre compensateur et la contrepartie centrale. Il n'existe aucun formulaire standard (comme une entente de l'ISDA) pour cette entente.⁸ Il existe aussi une entente entre le client et la contrepartie centrale aux termes de laquelle le client est lié par les règles de la contrepartie centrale.⁹ Étant donné que la contrepartie centrale agit en qualité de contrepartie à l'égard du client (par l'intermédiaire de son membre compensateur en tant que mandataire), le client n'a pas besoin de fournir au membre compensateur un droit de réutiliser la garantie afin de la transmettre à la contrepartie centrale mais, comme c'est le cas pour le modèle de l'opération de contrepartie, l'entente entre le membre compensateur et la contrepartie centrale devrait prévoir pour la contrepartie centrale un droit de réutiliser la garantie donnée à la contrepartie centrale. Ce droit de réutilisation serait aussi requis si le client a exécuté ses opérations avec un courtier qui n'était pas un membre compensateur de la contrepartie centrale. En cas de faillite d'un membre compensateur, dont l'issue est similaire à celle se produisant dans un modèle d'opération de contrepartie, les lois pertinentes en matière de faillite et les règles de la contrepartie centrale applicables (dans la mesure où les lois pertinentes en matière de faillite n'ont pas préséance sur ces règles) s'appliqueraient dans le cas du transfert des positions et de la garantie du client.

En ce qui concerne les différences entre les deux modèles de compensation en matière de séparation et de transférabilité, les deux modèles adoptent une exigence de séparation minimale (c.-à-d. la séparation entre les comptes du membre compensateur et les comptes de clients) et les deux prévoient la possibilité d'un plus grand degré de séparation, selon le territoire compétent de la contrepartie centrale. La transférabilité exige que la garantie soit immédiatement déterminable, transférable et non grevée. Encore une fois, l'un ou l'autre des modèles peut établir des règles qui facilitent la transférabilité de la position d'un client en cas de faillite du membre compensateur. Enfin, comme il est indiqué plus haut, les petits participants au marché pourraient préférer conclure et compenser des opérations au moyen d'un modèle de courtage si le courtier en question n'est pas lui-même un membre compensateur. Peu importe si un modèle d'opération de contrepartie ou d'opération pour compte de tiers est adopté, les exigences réglementaires devront être suffisamment souples pour tenir compte de ces ententes de courtage.

Le CMIC est donc d'avis que les deux modèles peuvent être efficaces s'ils sont mis en place parallèlement à un régime approprié de séparation et de transférabilité et avec les modifications législatives canadiennes nécessaires. Le CMIC fait aussi remarquer que d'autres éléments pertinents dans la détermination du modèle le plus approprié feront l'objet de documents de consultation à venir des ACVM, notamment la compensation par une contrepartie centrale et le thème du capital et des garanties. Des décisions finales ne peuvent pas être prises avant que la consultation sur ces sujets soit terminée et nous encourageons les ACVM à continuer de faire preuve de souplesse étant donné que des modèles de compensation différents peuvent être adoptés dans différents territoires. Le CMIC se réserve le droit d'apporter d'autres commentaires sur les modèles d'opérations de contrepartie et d'opérations pour compte de tiers après la publication des documents de consultation à venir et demande aux ACVM d'attendre que ces documents de consultation aient été examinés par les participants au marché, dont le CMIC, avant de prendre sa décision concernant le modèle à adopter.

Article 2 du document de consultation : Séparation et transférabilité

Séparation

Le CMIC convient que pour protéger les garanties des clients, la séparation représente un élément essentiel de la compensation des dérivés de gré à gré. La garantie d'un client détenue par un membre compensateur devrait être séparée de l'actif du membre compensateur et de la garantie des autres clients. De même, la

⁸ Noter que si le courtier exécutant n'est pas le membre compensateur, une entente distincte est conclue entre le client et le courtier exécutant.

⁹ Par exemple, voir le CME Group Exchange User License Agreement, disponible à l'adresse suivante : http://www.cmegroup.com/info_forms/registration/clearPortEula.html et l'exigence prévue par LCH Clearnet Ltd. selon laquelle le client conclut une entente avec le membre compensateur qui lie le client au FCM Rulebook – voir le FC Regulation 4(a) accessible à l'adresse suivante : http://www.lchclearnet.com/Images/FCM%20Regulations_tcm6-57089.pdf.

garantie d'un client qui est détenue au niveau de la contrepartie centrale devrait être séparée de la contrepartie centrale, de l'actif du membre compensateur et de la garantie des autres clients. Un membre compensateur ou une contrepartie centrale ne devrait en aucun cas utiliser la garantie d'un client à ses fins ou aux fins d'un autre membre compensateur.

Il est essentiel que la garantie d'un client soit séparée et facilement identifiable, en particulier en cas de défaut du membre compensateur. Une séparation juridique réelle devrait servir à protéger la garantie du client de manière à éviter qu'elle soit considérée comme faisant partie de la succession d'un membre compensateur failli. En l'absence d'une telle protection, les clients pourraient être considérés comme des créanciers non garantis du membre compensateur failli et se retrouver aux prises avec des batailles juridiques interminables pour récupérer vraisemblablement qu'une partie de ce qui leur revient en droit. Comme il est expliqué plus en détail ci-après à la sous-rubrique *Questions juridiques canadiennes relatives à la séparation et à la transférabilité* à l'article 6 sous la rubrique *Sommaire de la réponse* ci-après, les lois canadiennes applicables en matière de faillite doivent être modifiées afin de faire en sorte que les règles de chaque contrepartie centrale soient reconnues et appliquées en cas de faillite d'un membre compensateur canadien ou d'un client canadien, notamment la reconnaissance de la séparation juridique de la garantie. Le CMIC appuie l'initiative des ACVM visant à établir un cadre permettant d'éviter une telle issue. À moins que la séparation nécessaire ne soit réalisée, la compensation des dérivés de gré à gré pourrait accroître le risque systémique de contagion dans des périodes de marché tendues, plutôt que d'atteindre l'objectif clé de la compensation des dérivés, c'est-à-dire l'atténuation du risque systémique.

Transférabilité

La mise en place d'un régime de séparation efficace aidera les clients à transférer leurs positions et leur garantie d'un membre compensateur à l'autre ou d'une contrepartie centrale à l'autre, ou les deux. La transférabilité est particulièrement importante en cas de défaut d'un membre compensateur. Toutefois, de l'avis du CMIC, les clients devraient avoir la possibilité de transférer leurs positions et leur garantie à l'extérieur en cas de situation de défaut. À cet égard, la transférabilité peut être facilitée ou limitée à trois niveaux : par la législation et la réglementation; par les règles et protocoles de la contrepartie centrale; et par des ententes contractuelles entre le membre compensateur (ou le courtier exécutant) et le client.

Au premier niveau, le CMIC est d'avis qu'une législation et une réglementation sont nécessaires pour protéger entièrement les clients qui souhaitent transférer leurs positions et leur garantie en cas de défaut d'un membre compensateur. La législation canadienne en matière de faillite applicable devrait être modifiée de manière à garantir l'opposabilité et l'efficacité des règles de la contrepartie centrale pertinente se rapportant à la transférabilité de sorte que les dénouements prévus en cas de faillite d'un membre compensateur se réalisent. La position du CMIC est que cette législation et cette réglementation devraient servir à faciliter la transférabilité et à protéger les positions des clients, mais qu'elles ne devraient pas imposer les détails des règles de la contrepartie centrale ni les relations contractuelles entre les clients et les membres compensateurs. Toutefois, la contrepartie centrale devrait être tenue d'établir clairement et de communiquer ses règles relatives à la transférabilité.

Au niveau de la contrepartie centrale, le CMIC est d'avis que les règles de la contrepartie centrale devraient faciliter une transférabilité efficace, mais qu'elles ne devraient pas contraindre un membre compensateur à accepter des positions de clients qu'il ne serait pas par ailleurs disposé à accepter.¹⁰ En fin de compte, les clients et les membres compensateurs devraient être capables de déterminer avec qui ils veulent faire des affaires. Afin de faciliter la transférabilité, les règles de chaque contrepartie centrale devraient inclure un mécanisme clair pour que la contrepartie centrale collabore avec le client à transférer, en temps opportun, les positions du client à un membre compensateur acceptable par les deux parties, que ce soit en facilitant de nouvelles relations client-membre compensateur avec des membres compensateurs disposés à le faire, ou en administrant le transfert à un membre compensateur suppléant établi à l'avance par le client. Le CMIC est

¹⁰ Par exemple, les membres compensateurs suppléants peuvent avoir des motifs fondés sur la gestion des risques pour ne pas accepter certaines positions. De même, des charges de capital importantes peuvent être prélevées dans le cadre de la prestation des services d'un membre compensateur suppléant, ce qui pourrait se traduire par des frais excessifs et par une réduction possible de la probabilité qu'un client ait un membre compensateur suppléant.

d'avis que l'attribution ou la vente aux enchères de positions devrait constituer un dernier recours utilisé uniquement comme solution de rechange à la liquidation des opérations du client et uniquement avec l'accord du client.

Au niveau contractuel, le client et le membre compensateur peuvent s'entendre sur les conditions de séparation et de transférabilité des positions et de la garantie dans le contexte des règles de la contrepartie centrale et de la législation applicable. Les clients peuvent aussi conclure des ententes de remplacement avec les membres compensateurs afin d'atténuer le risque de défaut du membre compensateur.

Le CMIC est d'avis que les ententes relatives à la transférabilité ne constituent qu'un seul des nombreux aspects dont un client prudent doit tenir compte dans le cadre de son examen préalable initial et habituel dans le choix des parties avec lesquelles il traite des affaires sur le marché des dérivés de gré à gré. Chaque client qui compense des opérations par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale devrait bien connaître les règles de cette contrepartie, y compris celles portant sur la séparation et la transférabilité. De même, les questions relatives à la transférabilité devraient être prises en considération dans le cadre des négociations entre les clients et les membres compensateurs et la décision du client d'avoir recours aux services d'un ou de plusieurs membres compensateurs suppléants.

Article 3 du document de consultation : Séparation entre les comptes des clients

Comme il est indiqué plus haut dans la rubrique *Aperçu*, le CMIC soutient une démarche harmonisée, tant nationale qu'internationale, en ce qui concerne l'adoption d'un modèle de séparation au Canada.

Compte tenu du caractère international du marché des dérivés de gré à gré, il est impératif que les règles et la réglementation canadiennes concernant la séparation tiennent compte des progrès réalisés à l'échelle internationale à ce chapitre. Plus particulièrement, le CMIC reconnaît que le rapport CSPR-OICV¹¹ et les règles relatives à la séparation publiées par la Commodities Futures Trading Commission (« CFTC »)¹² constituent des avancées importantes sur le plan international en ce qui concerne la séparation. Nous constatons que les règles de la CFTC sanctionnent le modèle de la séparation juridique complète.

Compte tenu de l'information dont il dispose actuellement, le CMIC est d'accord avec l'affirmation du comité selon laquelle le modèle de séparation juridique complète constitue un choix approprié. Le CMIC précise toutefois que les modifications législatives présentées dans l'Aperçu plus haut (et plus en détail ci-après) seront pertinentes dans le cadre du choix d'un modèle de séparation. Le CMIC se réserve le droit de formuler des commentaires supplémentaires relativement au choix d'un modèle de séparation une fois les modifications législatives apportées. Le CMIC demande aussi que les ACVM attendent que la portée et la nature de ces modifications législatives canadiennes soient clarifiées avant de prendre sa décision en ce qui concerne le modèle de séparation qui convient.

En raison de l'appui international accordé jusqu'à présent au modèle de la séparation juridique complète, le CMIC estime qu'il devrait constituer la norme minimale prise en considération par les ACVM et que le modèle de la séparation juridique avec recours et le modèle des contrats à terme devraient être abandonnés. Bien que le modèle de la séparation physique complète puisse apporter certains avantages supplémentaires aux clients, nous croyons que la plus grande complexité opérationnelle et les coûts accrus engendrés annuleraient largement ces avantages supplémentaires comparativement au modèle de la séparation juridique complète. De plus, notre conclusion sur le plan juridique est que, sur le plan du droit canadien en matière d'insolvabilité, il est très possible que la mise en place d'un modèle qui permet aussi de façon facultative un niveau plus élevé de séparation pourrait ne pas réellement fournir aux clients la protection supplémentaire envisagée en cas de faillite du membre compensateur. En fin de compte, il est essentiel de

¹¹ Rapport CSPR-OICV, Principles for financial market infrastructures, mars 2011, disponible sur le site Web : <http://www.bis.org/publ/cpss94.pdf>.

¹² Final Rule adoptée par la CFTC, Protection of Cleared Swaps Customer Contracts and Collateral. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-1033a.pdf>.

faire apporter les modifications législatives canadiennes nécessaires pour protéger la garantie d'un client en cas de faillite d'un membre compensateur.

Le CMIC appuie donc à cette étape préliminaire (sous réserve des modifications législatives appropriées) la recommandation du comité selon laquelle une contrepartie centrale qui veut être autorisée à exercer ses activités au Canada (une « contrepartie centrale agréée ») soit tenue de démontrer que son modèle de séparation fournit aux clients une protection équivalente à celle prévue dans le modèle de la séparation juridique complète. Les éléments à prendre en considération pour la reconnaissance du statut de contrepartie centrale agréée doivent être harmonisés à l'échelle internationale, particulièrement en ce qui concerne les normes du CSPR et de l'OICV,¹³ et appliqués uniformément dans le pays afin de veiller au fonctionnement efficace et continu du marché des dérivés de gré à gré au Canada. Pour atteindre cet objectif, le CMIC est d'avis qu'une démarche raisonnable sur le plan commercial consisterait à demander à une autorité fédérale, comme la Banque du Canada, d'être la partie principale qui interagit avec les participants internationaux au marché des dérivés de gré à gré et qui travaille en collaboration avec les ACVM à faciliter un processus d'approbation fédéral et provincial harmonisé.

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

Le CMIC appuie la pratique actuelle pour les opérations ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale aux termes du contrat-cadre et du cadre de référence des annexes de soutien au crédit de l'ISDA et estime que le marché devrait maintenir cette pratique dans l'avenir. Le CMIC reconnaît aussi la compétence en matière d'autoréglementation et réglementation prudentielle de l'OCRCVM en ce qui concerne les courtiers en placement et les opérations effectuées sur les marchés et la compétence en matière de réglementation prudentielle du BISF en ce qui concerne les institutions financières sous réglementation fédérale. Nous nous réservons le droit de formuler d'autres commentaires en ce qui concerne les opérations ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale dans le contexte du document de consultation à venir des ACVM sur le thème du capital et des garanties.

Calcul net

Les ACVM nous ont demandé si nous estimions que la marge devait faire l'objet d'un calcul net ou d'un calcul brut. Nous croyons savoir que la CFTC a publié une règle exigeant la perception de la marge initiale pour les comptes des clients en fonction d'un calcul brut¹⁴, contrairement à la pratique actuelle au sein du marché. En plus de la règle de la CFTC, le CMIC encourage les ACVM à surveiller étroitement les règles correspondantes dans d'autres territoires telles qu'elles pourraient être élaborées, de sorte que le régime canadien ne soit pas déphasé par rapport aux exigences des marchés internationaux. Cela dit, le CMIC estime qu'avec des pratiques permettant une tenue de comptes exacte et faite en temps opportun, il ne devrait pas être nécessaire d'exiger la perception de la marge initiale selon un calcul brut. De plus, le CMIC croit que la perception de la marge selon un calcul net réduira le risque opérationnel et de règlement et qu'elle justifierait donc le maintien de la pratique courante du marché. Enfin, les constatations empiriques actuelles nous porte à croire que la perception de la marge initiale selon un calcul brut n'est pas nécessaire, en particulier depuis que les contreparties centrales ont démontré leur résilience au cours de la récente crise financière en suivant la pratique courante du marché. Par conséquent, les participants au marché canadien ne devraient pas être tenus de compenser des opérations uniquement avec les contreparties centrales qui perçoivent la marge initiale selon un calcul brut.

Dans le cadre de son analyse de la question du calcul brut par rapport au calcul net de la marge, le CMIC est d'avis qu'il est important de différencier le calcul net aux fins du *calcul* et de la comptabilisation de la marge du calcul net aux fins de la *perception* et du règlement de la marge. Aux fins du *calcul* et de la comptabilisation de la marge, le membre compensateur et la contrepartie centrale devraient procéder par

¹³ Voir la note 9 plus haut.

¹⁴ Final Rule - Derivatives Clearing Organization General Provisions and Core Principles, 76 Fed. Reg. 69334, 76-216, (8 novembre 2011), 69439. Cette règle ne s'applique pas aux comptes de membre.

client, et effectuer uniquement le calcul net des opérations conclues par ce client et compensées par l'intermédiaire de la même contrepartie centrale. Le CMIC appuie le calcul de la marge par portefeuille de client, c'est-à-dire en tenant compte de toutes les opérations conclues par ce client et compensées par un membre particulier, pourvu que le calcul net de toutes ces opérations soit opposable en droit. Dans le calcul et la comptabilisation de la marge due par un client particulier d'un membre compensateur particulier, les positions des autres clients ne devraient pas être prises en compte, ni les positions de ce client avec d'autres membres compensateurs. Les positions d'un membre compensateur ne devraient jamais être prises en compte dans le calcul de la marge du client.

Aux fins de la *perception* et du règlement de la marge, tant le membre compensateur que la contrepartie centrale devraient effectuer un calcul net pour tous les comptes de tous les clients d'un membre compensateur donné. Le versement de paiements de façon nette réduit le risque lié au règlement et le risque opérationnel et devrait être favorisé dans la mesure du possible. Tant que les exigences de marge sont calculées de façon appropriée, il n'est pas nécessaire que de multiples paiements de la marge soient effectués. Le CMIC appuie cette démarche fondée sur le calcul net, pourvu que chaque membre compensateur et la contrepartie centrale possèdent des pratiques précises en matière de tenue de livres qui permettent de déterminer efficacement la marge d'un client, et notamment si cette marge est fournie à l'égard de la marge initiale ou de la marge de variation (comme il est analysé plus en détail ci-après). Cette position est entièrement compatible avec le modèle de la séparation juridique complète (que, comme il est précisé à la sous-rubrique *Séparation* de l'article 2 sous la rubrique *Résumé de la réponse* plus haut, le CMIC appuie également) lorsque la marge du client est mise en commun sur le plan opérationnel mais qu'en raison de la vigilance d'un membre compensateur et des pratiques de tenue de livres de la contrepartie centrale, elle est séparée juridiquement de sorte que l'information relative à la marge de ce client est facilement repérable en tout temps.

En ce qui concerne la distinction entre la marge initiale et la marge de variation, le CMIC est d'avis que même si la perception de la marge auprès d'un client peut être effectuée de façon à obtenir le calcul net des montants de la marge initiale ou de la marge de variation, chaque membre compensateur et contrepartie centrale devrait indiquer séparément les exigences relatives à la marge (et les droits) pour la marge initiale et la marge de variation. Cela est important étant donné que l'objectif visé par la marge initiale diffère de celui de la marge de variation. La marge initiale est perçue dans le but de protéger une contrepartie centrale (ou un membre compensateur, selon le cas) contre les pertes en cas de risque de contrepartie en défaut entre le moment où la dernière marge est perçue et celui où le portefeuille de cette contrepartie en défaut est liquidé et fermé.¹⁵ Cette marge protège les risques futurs de contrepartie et il n'est donc pas pertinent de savoir si la contrepartie est en jeu ou hors jeu. La marge de variation, toutefois, est perçue afin de couvrir les risques de contrepartie en cours.¹⁶ Par conséquent, une contrepartie pourrait être en jeu ou hors jeu. Étant donné que le mode de calcul de la marge initial diffère de celui de la marge de variation, ces montants devraient toujours être calculés et comptabilisés séparément.

Comme il est indiqué plus haut, le CMIC reconnaît que l'encaissement de la marge suivant un calcul net dépend en grande partie à la fois du membre compensateur et de la contrepartie centrale en ce qui a trait à l'exactitude et au moment opportun de la tenue des livres. Cela crée aussi un certain niveau de risque que des positions puissent être en insuffisance de marge en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur lorsque la perception de la marge ne se fait pas au même moment pour le client et le membre compensateur d'une part, et le membre compensateur et la contrepartie centrale d'autre part. Toutefois, le CMIC est d'avis que ces risques pourraient être suffisamment contrôlés au moyen de règles de tenue de livres et d'exigences d'audit appropriées.

¹⁵ Daniel Heller et Nicholas Vause, Collateral requirements for mandatory central clearing of over-the-counter derivatives, Bank for International Settlements, Working Paper No. 373, p. 3. Accessible à l'adresse <http://www.bis.org/publ/work373.pdf>.

¹⁶ *Ibid.*

Article 4 du document de consultation : Transférabilité des comptes et des garanties des clients

Comme il est indiqué plus haut à la rubrique 2, *Transférabilité*, le CMIC appuie l'opinion du comité selon laquelle les clients devraient avoir la souplesse de transférer leurs positions et leur garantie en tout temps plutôt que seulement dans le cadre d'un scénario de cas de défaut. De plus, il y a lieu de se reporter à nos réponses aux recommandations 3a) et b) ci-après et aux questions 10 et 11 ci-dessous.

Article 5 du document de consultation : Séparation et opérations sur dérivés de gré à gré non compensées

Le CMIC est d'avis que les courtiers en dérivés de gré à gré ne devraient pas, en droit, être tenus d'offrir des conventions tripartites de garde en raison des coûts accrus associés à de telles conventions. De telles conventions devraient être négociées entre le courtier en dérivés de gré à gré et le client. Le CMIC appuie le cadre actuel de l'ISDA pour les opérations sur dérivés de gré à gré non compensées et estime que le marché devrait conserver ce cadre dans l'avenir.

Article 6 du document de consultation : Questions de droit relatives à la séparation et à la transférabilité

Tel qu'il a été mentionné dans l'Aperçu, il existe quatre modifications législatives fondamentales qui constituent l'infrastructure juridique canadienne essentielle requise avant qu'un modèle efficace de réglementation en matière de compensation des dérivés de gré à gré et de communication de l'information sur ceux-ci puisse être appliqué de la façon prévue. Deux des quatre modifications sont mentionnées dans le document de consultation, alors que les deux autres ne le sont pas. On ne soulignera jamais assez l'importance de ces quatre exigences législatives fondamentales qui sont décrites ci-après.

1) Lois provinciales sur les sûretés mobilières

Le CMIC est d'accord avec l'analyse et la recommandation présentées dans le document de consultation en ce qui concerne l'opposabilité par « maîtrise » d'une sûreté grevant des espèces. La modification de la loi provinciale sur les sûretés mobilières est une condition essentielle au bon fonctionnement d'un régime canadien de compensation des dérivés de gré à gré. Dans le cas contraire, les ententes de compensation ne fonctionneront pas efficacement et le but qu'elles visent ne sera pas atteint. La réalisation de ces modifications fera en sorte que la loi canadienne sera harmonisée avec les lois sur les opérations garanties des États-Unis à cet égard. Sur le plan commercial, nous comprenons que l'absence de ce genre d'opposabilité et de priorité à l'égard des espèces données en garantie a actuellement pour conséquence que certaines banques et autres institutions financières d'envergure mondiale imposent des prix plus élevés aux opérations faisant intervenir des contreparties canadiennes afin de compenser ce risque canadien. Étant donné que le territoire compétent est le siège social de la partie transférant la garantie, idéalement, la législation de tous les territoires canadiens devrait être similairement modifiée.

Les travaux en cours d'un sous-comité de l'Association du Barreau de l'Ontario ont permis d'élaborer un projet de loi qui pourrait produire le résultat exigé en Ontario.

2) Confidentialité

Deuxièmement, la confidentialité des renseignements sur les opérations doit être prise en considération. Essentiellement, il doit y avoir une exigence juridique imposant la divulgation à une agence de compensation et à des dépositaires centraux de l'information se rapportant à des opérations habituellement confidentielles (que ce soit au moyen de l'application de la loi ou d'un contrat). En l'absence d'une obligation juridique de faire cette divulgation, les participants au marché ne pourraient le faire sans violer les obligations de confidentialité. La restriction habituelle en matière de confidentialité en ce qui concerne une opération sur dérivés de gré à gré (dans ce cas également, que cette confidentialité découle de l'application de la loi ou des conditions du contrat intervenu entre les parties) comporte habituellement une exception en ce qui concerne la divulgation imposée par la loi applicable. Une des démarches visant à faire en sorte que soient visées les

opérations confidentielles sur dérivés de gré à gré qui comportent des actes visant la réalisation d'une opération visée dans une province ou un territoire consiste à inclure une disposition de ce genre dans les modifications nécessaires à apporter à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (la « LCRP ») de sorte que l'exigence juridique pertinente soit accessible dans toutes les provinces et tous les territoires du Canada.

3) *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*

Troisièmement, la LCRP doit être modifiée.

En vertu de la LCRP, la Banque du Canada doit actuellement assumer la supervision des systèmes de paiement et autres systèmes de compensation et de règlement du Canada afin de contrôler le risque systémique présent dans l'économie canadienne. Si la Banque du Canada est d'avis qu'un système de compensation et de règlement peut poser un risque systémique pour l'économie canadienne, le gouverneur de la Banque du Canada peut désigner le système si, après consultation du ministre des Finances, le ministre est d'avis que la désignation est dans l'intérêt public.

La désignation par le gouverneur de la Banque du Canada comporte deux conséquences principales pour le système. Premièrement, la désignation assujettit le système à la supervision réglementaire de la Banque du Canada. Cela sera essentiel si l'on veut gérer adéquatement le risque systémique au Canada qui est associé aux dérivés de gré à gré, surtout lorsque le principal organisme de réglementation de ce système n'est pas canadien. Deuxièmement, la désignation isole les règles de règlement du système des conséquences de l'insolvabilité d'un participant, ce qui accroît la certitude que les dispositions juridiques régissant les opérations du système produiront les effets prévus en période de tension ou d'instabilité financière, même si un participant à l'un de ces systèmes devient insolvable.

Outre les modifications visant à faciliter et intégrer la compensation des dérivés de gré à gré dans le régime de la LCRP, des modifications à la LCRP seront aussi nécessaires afin de garantir le caractère opposable du transfert des opérations, ainsi que, dans la mesure nécessaire, la reconnaissance du modèle de séparation applicable, et d'harmoniser le régime canadien avec les initiatives parallèles à l'échelle internationale en ce qui concerne les marchés mondiaux des dérivés de gré à gré. De même, la définition des termes « accord de compensation » et « système de compensation et de règlement » en vertu de la LCRP, soulève la question de savoir si les « paiements » se limitent aux sommes qui sont en dollars canadiens et ne visent donc pas les paiements qui sont dans une monnaie étrangère. La LCRP pourrait donc nécessiter d'autres modifications pour faire en sorte qu'il soit clair que les paiements dans une monnaie étrangère soient aussi visés par la protection prévue par les accords de compensation aux articles 13 et 13.1 de la LCRP.

Enfin, le pouvoir, prévu par la LCRP, de réutiliser une garantie donnée par un système de compensation, libre et quitte de quelque réclamation défavorable et sans égard à toute autre loi, sera essentiel pour permettre à chaque système de compensation désigné d'exercer convenablement ses fonctions prévues, notamment l'application de ses règles de règlement et l'application des principes de pleine transférabilité à offrir aux participants. Ainsi, des pouvoirs appropriés pourraient être clairement conférés aux systèmes désignés de compensation et de règlement. Cela nécessitera que des modifications soient apportées à la LCRP et aux lois canadiennes en matière d'insolvabilité (comme il est précisé ci-après). De plus, afin de veiller au bon fonctionnement des accords de compensation des clients, des modifications législatives peuvent être nécessaires (tant au palier fédéral que provincial) pour que la garantie donnée par les clients à un membre compensateur et réutilisée par ce membre compensateur dans un système de compensation à l'égard des opérations de ces clients soit protégée en cas d'insolvabilité de ce membre compensateur.¹⁷

¹⁷ La plupart des lois provinciales sur les sûretés mobilières permettent la réutilisation de la garantie, mais si un créancier garanti réutilise la garantie et fait faillite par la suite, le constituant de la garantie ne dispose plus que d'une créance non garantie à l'encontre de la partie garantie pour le remboursement de cette garantie. Des modifications devraient donc être nécessaires pour permettre au constituant de la garantie de traiter directement avec la contrepartie centrale en ce qui concerne les remboursements de garantie en cas d'insolvabilité de ce membre compensateur.

4) *Lois fédérales sur l'insolvabilité*

Quatrièmement, les trois lois fédérales en matière d'insolvabilité (c.-à-d., la *Loi sur les liquidations et les restructurations*, la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* et la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*) doivent être modifiées. Outre les modifications visant la LCRP, des modifications correspondantes et complémentaires doivent être apportées aux lois canadiennes sur l'insolvabilité afin de garantir l'entière transférabilité des opérations et de la marge d'un client, et par ailleurs, afin de veiller à ce que les droits en matière de dissolution et de compensation s'appliquent comme il est prévu, peu importe si un membre d'une agence de compensation peut être visé par une procédure en matière d'insolvabilité. Dans la mesure où des membres d'agences de compensation peuvent être visés par des procédures étrangères en matière d'insolvabilité, il est possible que des modifications doivent aussi être apportées aux dispositions des lois canadiennes en matière d'insolvabilité qui régissent les modalités de reconnaissance des procédures étrangères en matière d'insolvabilité afin de veiller à ce que les mécanismes juridiques régissant les opérations des agences de compensation en tant que système désigné de compensation et de règlement produiront les effets prévus sans égard aux procédures étrangères en matière d'insolvabilité.

RÉPONSES PRÉCISES AUX RECOMMANDATIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM

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

1. Séparation

- a) **Déclaration des ACVM** *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.*
- b) **Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC appuie les recommandations du Comité selon laquelle les membres compensateurs soient tenus de séparer les garanties des clients de leurs propres actifs et que les contreparties centrales soient tenues de maintenir une structure de comptes et des pratiques de tenue de livres permettant de distinguer et de séparer efficacement les positions et les garanties de chaque client. Il est impératif que les positions et les garanties de chaque client puissent être efficacement distinguées en tout temps et en particulier en cas de défaut d'un membre compensateur. Voir aussi notre commentaire sous la sous-rubrique *Séparation* de l'article 2 sous la rubrique *Résumé de la réponse* plus haut.

2. Modèles de séparation

Démarche canadienne

- a) **Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC ne croit pas qu'il est nécessaire que la marge initiale soit perçue par une contrepartie centrale selon un calcul brut. En fait, la perception de la marge selon un calcul brut peut accroître le risque opérationnel et de règlement. Tant que la marge initiale est calculée séparément et comptabilisée d'après les opérations nettes de chaque client, et en supposant que les obligations pour la marge initiale sont des paiements en

espèces, la perception de la marge initiale peut être faite de façon nette pour l'ensemble des comptes de tous les clients d'un membre compensateur donné. Il y a lieu de lire également notre commentaire à la sous-rubrique *Calcul net* de l'article 3 sous la rubrique *Résumé de la réponse* plus haut.

- b) Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC appuie la recommandation du Comité relative au modèle de la séparation juridique complète. Bien que le modèle de la séparation physique complète puisse offrir certains avantages supplémentaires aux clients, nous croyons qu'une plus grande complexité opérationnelle et des coûts accrus annuleraient les avantages supplémentaires éventuels comparativement au modèle de la séparation juridique complète. De plus, notre conclusion sur le plan juridique est que, sur le plan du droit canadien actuel en matière d'insolvabilité, il est très possible que la mise en place d'un modèle qui permet aussi de façon facultative un niveau plus élevé de séparation pourrait ne pas réellement fournir aux clients la protection supplémentaire envisagée en cas de faillite du membre compensateur. Voir également notre commentaire à la rubrique 3 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut.

- c) Déclaration des ACVM** *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, le Comité 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.*

Comme il est indiqué plus haut à la rubrique 3 sous le titre *Résumé de la réponse*, le CMIC appuie la recommandation du Comité selon laquelle une contrepartie centrale doit être tenue de prouver que son modèle de séparation procure aux clients une protection équivalente à celle du modèle de la séparation juridique complète.

- d) Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC estime qu'avant que les organismes de réglementation canadiens adoptent un régime de compensation à l'égard des dérivés de gré à gré, toutes les exigences réglementaires devraient être établies dans un cadre de référence canadien connu en matière de faillite et d'insolvabilité qui produira les résultats attendus (c.-à-d. protection des opérations et des garanties des clients tout en réduisant au minimum le risque systémique) en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur canadien. Par conséquent, les organismes de réglementation canadiens devraient déjà savoir comment leurs exigences réglementaires s'appliqueraient en vertu des lois canadiennes en matière de faillite et d'insolvabilité.

Utilisation des garanties des clients

- e) Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC estime que les critères d'investissement autorisés devraient être établis au niveau de la contrepartie centrale et être entièrement divulgués dans le cadre de ses règles. Ces critères constitueraient alors un facteur dont les participants au marché peuvent tenir compte dans le choix d'une contrepartie centrale. De

même, les critères relatifs aux investissements autorisés au niveau du membre compensateur devraient être soit déterminés et divulgués par le membre compensateur, ou négociés entre le membre compensateur et le client, en permettant dans chaque cas aux participants du marché de déterminer le niveau de protection dont ils ont besoin. Il n'est pas nécessaire que ces critères d'investissement soient prescrits par réglementation, car les forces dynamiques du marché et le contrôle exercé par les participants au marché devraient entraîner les conséquences appropriées. Un régime prescrit manquerait trop de flexibilité.

Détention des garanties des clients

- f) **Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC reconnaît que les garanties des clients doivent être confiées à des entités supervisées, réglementées et en mesure de protéger adéquatement ces garanties par des pratiques, procédures et contrôles comptables appropriés. Le CMIC est également d'avis que les accords de tiers dépositaires devraient être offerts par les contreparties centrales au gré du client.

Diffusion des règles des contreparties centrales en matière de séparation et de transférabilité

- g) **Déclaration des ACVM** *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. 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.*

Le CMIC appuie la recommandation du comité selon laquelle les contreparties centrales doivent être tenues de divulguer leurs accords relatifs à la séparation et à la transférabilité. La transparence des accords de séparation et de transférabilité permettra aux participants du marché de déterminer le niveau de protection dont ils ont besoin et de choisir une contrepartie centrale en conséquence. Il ne nous semble pas évident que l'obtention d'une confirmation écrite explicite apporte un avantage important compte tenu de la complexité des clients qui participeraient vraisemblablement à ces types d'opérations.

3. Transférabilité des comptes et des garanties des clients

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

Le CMIC appuie la recommandation du comité selon laquelle toutes les contreparties centrales devraient avoir des règles facilitant la transférabilité des positions et des garanties des clients. Toutefois, le CMIC n'appuie pas les exigences visant l'établissement de règlements détaillés par les organismes de réglementation. Tant que les règles des contreparties centrales se rapportant à la transférabilité sont entièrement divulguées avant les opérations de compensation pour le compte d'un client, cet aspect du régime de compensation peut être pris en compte dans le cadre du processus de contrôle préalable d'un client dans le choix d'une contrepartie centrale par l'entremise de laquelle ses opérations seront compensées.

- b) **Déclaration des ACVM** *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.*

Les clients doivent être en mesure de déterminer avec qui ils font des affaires à quelque moment que ce soit. Il y a de nombreuses raisons d'ordre pratique pour lesquelles un client peut souhaiter changer de membre compensateur : une piètre performance au niveau des opérations, la tarification commerciale ou une rupture

des relations avec son membre compensateur actuel. À cet égard, le CMIC est d'avis que les clients devraient avoir la souplesse de transférer leurs positions à leur gré, et les règles d'une contrepartie centrale en matière de transférabilité devraient faciliter cette souplesse. Voir notre commentaire à la sous-rubrique *Transférabilité* à la rubrique 2 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut.

4. Séparation et opérations sur dérivés de gré à gré non compensées

Déclaration des ACVM *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.*

Le CMIC est d'avis que les parties devraient être libres de négocier le degré requis de séparation des garanties mais il est en désaccord avec le principe que les courtiers soient tenus d'offrir des mécanismes de détention des garanties par un tiers dépositaire. De tels mécanismes devraient être envisagés au cas par cas dans le cadre de négociations bilatérales. Voir notre commentaire à la rubrique 5 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut.

5. Questions relatives à la séparation et à la transférabilité en droit canadien

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

- a) **Déclaration des ACVM** *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 de chaque province (et du registre des droits personnels et réels immobiliers) pour permettre la constitution de sûretés de premier rang sur les espèces données en garantie relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré.*

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

- b) **Déclaration des ACVM** *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.*

Le CMIC est en accord avec ces recommandations. Voir notre commentaire à la sous-rubrique *Questions relatives à la séparation et à la transférabilité en droit canadien* de la rubrique 6 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut.

RÉPONSES PRÉCISES AUX QUESTIONS DU DOCUMENT DES ACVM

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?**

Voir notre commentaire à la sous-rubrique *Modèle de l'opération de contrepartie ou modèle de l'opération pour compte de tiers* de la rubrique 1 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut.

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

Le CMIC ne croit pas que la marge de variation devrait être fournie à une contrepartie centrale en effectuant un calcul brut. Voir notre commentaire à la sous-rubrique *Calcul net* de la rubrique 3 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut.

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

Sous réserve de notre commentaire à la sous-rubrique *Séparation entre les comptes des clients* de la rubrique 3 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut, et en réponse à la recommandation faite à l'alinéa 2b) plus haut, le CMIC appuie la recommandation du comité selon laquelle les contreparties centrales devraient adopter le modèle de la séparation juridique complète.

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

Le modèle de la séparation physique complète apporte les avantages suivants comparativement au modèle de la séparation juridique complète :

- une plus grande certitude en ce qui concerne le statut des garanties des clients, étant donné que la mise en commun n'est pas autorisée; et
- la transférabilité par un client pourrait être plus facile à réaliser étant donné que le compte de chaque client sera séparé juridiquement et physiquement.

Indépendamment des avantages qui précèdent, le CMIC est d'accord avec l'opinion du Comité selon laquelle les coûts administratifs et le fardeau opérationnel associés à l'établissement et au maintien du modèle de la séparation physique complète pourraient être prohibitifs.

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

Le CMIC estime que les organismes de réglementation ne devraient pas établir des critères précis d'investissement. Voir notre commentaire en réponse à la recommandation énoncé à la rubrique 2e) plus haut. L'imposition par les organismes de réglementation canadiens de critères précis d'investissement pourrait avoir l'effet de limiter le choix de contreparties centrales accessible aux participants au marché canadien et pourrait donner lieu à un manque de souplesse inutile avec la transformation et l'évolution des forces dynamiques du marché.

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

Sans objet. Voir la réponse donnée à la question n° 5 ci-dessus.

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?

Le CMIC est d'avis que la réutilisation des garanties des clients est compatible avec les objectifs du modèle de la séparation juridique complète et, à la condition que des registres appropriés soient tenus, elle devrait être autorisée. Comme il est indiqué à la sous-rubrique *Modèle de l'opération de contrepartie ou modèle de l'opération pour compte de tiers* de la rubrique 1 sous le titre *Résumé de la réponse* ci-dessus, la réutilisation de la garantie est nécessaire dans un modèle de l'opération de contrepartie et elle sera plus que vraisemblablement aussi requise dans un modèle de l'opération pour compte de tiers. De plus, sans réutilisation de la garantie, les actifs liquides ne seraient pas accessibles pour le marché, les coûts de

financement augmenteraient en général et les coûts associés à la compensation des dérivés de gré à gré pourraient devenir prohibitifs. Le CMIC estime également toutefois que les clients devraient avoir la souplesse de se soustraire contractuellement de la réutilisation d'une garantie particulière s'ils devaient choisir de le faire (et pourvu que cette réutilisation ne soit pas exigée aux fins de la compensation d'opérations).

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?

Le CMIC estime que les membres compensateurs ne devraient pas être tenus d'offrir des mécanismes relatifs à la détention des garanties par des tiers dépositaires en raison des coûts accrus associés à la mise en place et à l'utilisation de tels mécanismes. Ces mécanismes devraient être négociés entre le membre compensateur et le client.

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?

Le document de consultation n'est pas clair dans sa question de savoir si les garanties des clients devraient être « assujetties aux lois canadiennes » ou qu'elles « relèvent des lois canadiennes ». Les interprétations peuvent être nombreuses, par exemple, cela pourrait signifier que les valeurs données en garantie doivent être régies par les lois canadiennes ou que les lois du Canada doivent être choisies comme lois applicables des ententes pour les comptes de dépôt dans lesquels la garantie du client est détenue par la contrepartie centrale, ou que l'emplacement des livres et registres du membre compensateur ou de la contrepartie centrale doit se trouver au Canada, ou que les lois du Canada doivent régir l'opposabilité et la priorité des sûretés grevant les biens des clients. Le document de consultation mentionne une règle proposée par la CFTC selon laquelle les comptes de garantie des clients doivent se trouver aux États-Unis et être assujettis aux lois des États-Unis (voir la note 92 du document de consultation). Plus précisément, les règles de la CFTC prévoient ce qui suit : i) chaque FCM doit désigner les États-Unis comme emplacement du compte que le FCM maintient pour chaque client de swaps compensés, et ii) chaque DCO doit désigner les États-Unis comme l'emplacement du compte de client de swaps compensés que la DCO indique dans ses livres et registres pour chaque client de swaps compensés de chaque FCM. La règle proposée établit clairement que la CFTC n'a pas l'intention de toucher les emplacements actuels où un FCM ou une DCO peut détenir les garanties de clients et elle précise donc : a) que les garanties peuvent être dans une monnaie autre que le dollar américain, b) que les garanties peuvent être détenues par des dépositaires à l'intérieur ou à l'extérieur des États-Unis, et c) que cette règle n'a pas pour but d'influer sur les dispositions relatives au choix de la législation applicable qu'une DCO indique dans ses règles ou qu'un FCM pourrait indiquer dans sa convention avec un client de swaps compensés. La règle a pour objet de faire en sorte qu'en cas de défaillance d'un FCM ou d'une DCO, les garanties de clients de swaps compensés, qu'elles soient reçues par un FCM ou une DCO, soient traitées conformément au US Bankruptcy Code. Par conséquent, nous supposons que les ACVM souhaiteraient savoir si une exigence similaire à celle prévue dans la règle proposée par la CFTC est avantageuse pour le marché canadien.

Les ACVM ont indiqué que l'imposition d'une exigence selon laquelle toutes les garanties des clients canadiens [traduction] « doivent être régies par les lois canadiennes » a pour objectif de faire en sorte que les lois canadiennes, contrairement aux lois étrangères de la contrepartie centrale, régiraient le traitement des garanties des clients en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur. Le fait d'exiger que la situation juridique du compte tenu par le membre compensateur pour chaque client, ou tenu par la contrepartie centrale à l'égard de la garantie du client, soit au Canada ne garantirait pas nécessairement que les lois canadiennes s'appliquent à l'égard du traitement de la garantie du client en cas d'insolvabilité du membre compensateur. Il est à prévoir que les lois du territoire du membre compensateur insolvable et/ou du territoire de la société mère insolvable du membre compensateur régiront ces droits. Nous ne constatons donc aucun avantage lié à cette exigence. Pour ce qui est des coûts, il pourrait indûment limiter le choix de membres compensateurs ou de contreparties centrales dont disposent les clients canadiens.

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?

Le CMIC est d'avis qu'un membre compensateur ne devrait en aucun cas être tenu d'accepter des positions de client par suite de la défaillance d'un autre membre compensateur plus particulièrement parce que les membres compensateurs suppléants peuvent avoir des motifs fondés sur la gestion des risques pour ne pas accepter certaines positions. Dans un contexte canadien, l'imposition d'une exigence semblable sur le plan juridique pourrait réduire le nombre déjà petit de membres compensateurs canadiens à qui des positions pourraient être transférées. Pour éviter un transfert imposé, les clients devraient envisager d'avoir un membre compensateur suppléant en cas de défaillance de leur membre compensateur principal. Un régime de membres compensateurs suppléants entraînerait des honoraires et des frais d'administration supplémentaires, mais contribuerait à éliminer en partie l'incertitude qui existe en cas de défaillance d'un membre compensateur principal.

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?

Le CMIC soutient cette recommandation. Voir notre commentaire sous *Transférabilité* à la rubrique 2 sous le titre *Résumé de la réponse* plus haut et en réponse à la recommandation indiquée à la rubrique 3b) plus haut.

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?

Voir notre commentaire en réponse à la recommandation indiquée à la rubrique 4 plus haut.

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. 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 séparation et de transférabilité 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. De plus, la définition claire de la portée et de la nature des quatre principaux secteurs de modifications législatives dont il est fait mention plus haut constituera une condition essentielle préalable à la formulation du régime qui convient à cet égard.

Le document de consultation est le troisième d'une série de huit documents de consultation qui seront publiés. Dans la mesure où cela est nécessaire, et tel qu'il est précisé dans différents points plus haut, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement à la séparation et à la transférabilité après la publication des documents de consultation restants.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration d'un cadre réglementaire de séparation et de transférabilité 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
Caisse de dépôt et placement du Québec
L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada
Banque Canadienne Impériale de Commerce
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