

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



Comité de l'infrastructure
du marché canadien

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

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

Le 17 juin 2013

Objet : Document de consultation 91-407 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») – Dérivés : inscription (le « document de consultation »)

INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien (Canadian Market Infrastructure Committee) (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation qu'a publié le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés de gré à gré (le « Comité ») le 18 avril 2013 relativement à la proposition d'assujettir les principaux participants au marché des dérivés à un régime d'inscription.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés de certains participants au marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC est composé des membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, Deutsche Bank A.G., Canada Branch, Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque HSBC Canada, la succursale de Toronto de JP Morgan Chase Bank, N.A., la Financière Manuvie, la Banque Nationale du Canada, la Société d'administration d'OMERS, 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.

Les dérivés de gré à gré constituent une importante catégorie de produits utilisés tant par les intermédiaires financiers que par les utilisateurs finaux commerciaux pour gérer le risque et l'exposition au risque. La surveillance du risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré représente une composante

essentielle de la croissance et de la stabilité financières à long terme des marchés financiers canadiens et de leurs participants.

Le CMIC est reconnaissant envers les ACVM de l'approche consultative qu'elles ont retenue pour examiner le régime d'inscription proposé. 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 G-20 en se penchant sur les inquiétudes relatives au risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré.

Limite de la portée de la présente lettre du CMIC

Le document de consultation vise avant tout l'inscription de diverses catégories de participants au marché des dérivés de gré à gré. Le CMIC n'est pas un groupe de défense de ses membres et il ne relève pas du mandat du CMIC de faire ou de présenter des observations aux ACVM sur la forme éventuelle du régime d'inscription des dérivés de gré à gré (et les questions de compétence connexes) pour chaque catégorie de participants au marché qui est représentée au sein du CMIC. À ce titre, la présente lettre n'abordera pas les questions de compétence soulevées par le document de consultation. Des membres du CMIC peuvent présenter plutôt, par l'intermédiaire de leurs associations professionnelles respectives, des lettres distinctes aux ACVM qui aborderont les questions soulevées par le document de consultation en ce qui a trait à leur situation et compétence respectives au chapitre de la réglementation. De plus, des membres individuels du CMIC peuvent également présenter des observations distinctes aux ACVM à l'égard des questions d'inscription des dérivés de gré à gré selon leur propre situation en matière de réglementation. Comme dans le cas de toutes ses observations, la présente lettre fait état du consensus au sein des membres du CMIC concernant le régime de réglementation canadien approprié pour le marché des dérivés de gré à gré.

APERÇU

Le CMIC se réjouit de l'évolution de la réglementation internationale en vue de respecter les engagements pris dans le cadre du G-20 et nous encourageons les ACVM à continuer de travailler en étroite collaboration avec les organismes de réglementation analogues mondiaux et autres organismes internationaux à l'objectif commun de respecter les engagements du G-20. À cet égard, le CMIC a toujours appuyé dans ses différentes présentations aux ACVM l'introduction d'un régime de déclaration et de compensation pour les dérivés de gré à gré. Toutefois, le document de consultation introduit de nouvelles exigences très importantes qui dépassent les engagements du G-20. L'élaboration d'un régime d'inscription pour la réglementation des participants au marché des dérivés de gré à gré ne fait pas partie des engagements du G-20. Il est possible de respecter les engagements du G-20 sans imposer une exigence d'inscription spécifique, comme l'atteste l'approche retenue en Europe,² et nous prions les ACVM d'envisager sérieusement pour le Canada un régime de réglementation des dérivés de gré à gré qui n'exige pas une inscription. Plus particulièrement, le CMIC recommande fortement aux ACVM d'envisager sérieusement de reporter la décision à savoir s'il y a lieu de mettre en œuvre un régime d'inscription jusqu'à ce que des données relatives à la déclaration des opérations soient disponibles à l'égard d'une période de deux ans.

Mis à part le fait qu'un régime d'inscription n'est pas exigé pour respecter les engagements du G-20, le CMIC est d'avis qu'un régime d'inscription de portée générale et astreignant est inutile du point de vue purement réglementaire. Nous ne sommes au courant d'aucun degré significatif d'inconduite ou de méfait sur le marché canadien des dérivés de gré à gré qui pourrait justifier un tel régime d'inscription. De plus, aucune preuve n'a été présentée selon laquelle l'imposition des obligations d'inscription énoncées dans le document de

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

² Bien que la directive concernant les marchés d'instruments financiers (« MiFiD ») de l'Union européenne reconnaisse les « entreprises d'investissement » à titre d'inscrits, expression qui englobe certains participants au marché des dérivés de gré à gré, de nouvelles exigences d'inscription ou des exigences faisant double emploi n'ont pas été imposées dans le cadre de l'approche qu'a retenue l'UE pour respecter ses engagements pris dans le cadre du G-20. De plus, certaines entités, comme les banques, les sociétés d'assurance et les caisses de retraite, sont dispensées de l'application de la MiFiD en totalité ou en partie. Nous prenons acte que ces catégories d'entités dispensées représentent une forte proportion des participants au marché canadien des dérivés de gré à gré.

consultation procurera un avantage au marché canadien des dérivés de gré à gré, ou aux autorités canadiennes de réglementation, ce qui est suffisamment important pour l'emporter sur les coûts et les risques appréciables. Cela est particulièrement inquiétant puisque l'on peut prédire, comme il est indiqué plus loin, que l'imposition d'un régime d'inscription rigoureux au sein d'un marché relativement petit comme le Canada pourrait nuire considérablement à la liquidité, poussant les participants au marché (notamment ceux de l'extérieur du Canada) à choisir de se retirer du marché. Étant donné que le document de consultation s'écarte des objectifs de réforme des dérivés de gré à gré du G-20 à l'égard du risque systémique, nous prions avec insistance les ACVM de reporter la décision à savoir s'il y a lieu de mettre en œuvre un régime d'inscription universel.

Dans nos réponses (la « lettre du CMIC sur les référentiels centraux », la « lettre du CMIC sur la surveillance et l'application de la loi », la « lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité », la « lettre du CMIC sur les utilisateurs finaux », la « lettre du CMIC sur la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale » et la « lettre du CMIC sur les modèles de règlement sur le champ d'application et sur les répertoires des opérations », respectivement, et collectivement, les « lettres du CMIC »)³ aux documents de consultation publiés par les ACVM relativement aux référentiels centraux des dérivés de gré à gré (le « document sur les référentiels centraux »)⁴, à la surveillance et à l'application de la loi du marché des dérivés de gré à gré (le « document sur la surveillance et l'application de la loi »)⁵, à la séparation et à la transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré (le « document sur la séparation et la transférabilité »)⁶, à la dispense d'un certain nombre proposé d'obligations réglementaires pour les utilisateurs finaux des dérivés de gré à gré (le « document sur les utilisateurs finaux »)⁷, à la compensation par contrepartie centrale (le « document sur la compensation par contrepartie centrale »)⁸ et au modèle de règlements provinciaux sur la détermination des produits dérivés et sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés (le « document sur les modèles de règlement sur le champ d'application et sur les répertoires des opérations »)⁹, nous avons souligné qu'un cadre réglementaire

³ Réponse du CMIC datée du 9 septembre 2011 au document de consultation sur les référentiels centraux de données. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-402/Comite_infrastructure_91-402.pdf.

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

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

Réponse du CMIC datée du 10 avril 2012 au document de consultation sur la séparation et la transférabilité. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404/cmhc/91-404_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 15 juin 2012 au document de consultation sur les utilisateurs finaux. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

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

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

Réponse du CMIC datée du 4 février 2013 au document de consultation sur les modèles de règlement sur le champ d'application et sur les répertoires des opérations. Disponible à l'adresse suivante :

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

⁴ 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>.

⁵ 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/2011nov25-91-403-cons-fr.pdf>.

⁶ Document de consultation 91-404 des ACVM – Dérivés : Séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré daté du 10 février 2012. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012fev10-91-404-cons-fr.pdf>.

⁷ Document de consultation 91-405 des ACVM – Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux daté du 13 avril 2012. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012avril13-91-405-cons-fr.pdf>.

⁸ Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale daté du 20 juin 2012. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012juin20-91-406-consultation-fr.pdf>.

⁹ Document de consultation 91-301 des ACVM – Modèle de règlement provincial sur la détermination des produits dérivés et modèle de règlement provincial sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés daté du

canadien pour les dérivés de gré à gré doit être harmonisé et rationalisé dans la plus grande mesure possible dans l'ensemble des provinces et territoires et avec l'autorité fédérale sur le risque systémique. Nous avons de plus souligné le besoin d'avoir des règlements qui sont harmonisés avec les normes mondiales en tenant dûment compte des caractéristiques uniques du marché et du droit canadiens. Les lettres du CMIC ont soulevé comme point connexe qu'étant donné la position relative du Canada au sein du marché mondial, l'imposition d'obstacles réglementaires aux participants au marché des dérivés de gré à gré qui sont propres au Canada pourrait poser le grave risque de placer les participants canadiens dans une position désavantageuse en leur entravant l'accès aux marchés mondiaux. Les lettres du CMIC recommandaient également que d'autres renseignements et éclaircissements soient obtenus avant qu'un régime de réglementation globale des dérivés de gré à gré puisse être élaboré.

Conformément aux positions que nous avons défendues dans les lettres du CMIC, nous estimons que les thèmes principaux à examiner au début de l'élaboration d'un régime de réglementation des dérivés de gré à gré sont l'harmonisation, aussi bien d'un bout à l'autre du Canada qu'avec les juridictions internationales, l'incidence sur les participants au marché canadien et les renseignements disponibles. Chacun de ces thèmes est examiné plus en détail ci-après, après quoi des réponses précises sont données aux questions posées dans le document de consultation.

Harmonisation

Dans les lettres du CMIC, nous avons défendu comme point de vue que la réglementation canadienne des dérivés de gré à gré devrait être harmonisée le plus possible avec la réglementation internationale. Le marché canadien se distingue des plus grands marchés internationaux des dérivés de gré à gré tant quant au nombre qu'à l'égard de la composition des participants au marché, particulièrement en comparaison avec les États-Unis. Comme il est mentionné plus haut, l'inscription n'est pas un engagement du G-20 et le CMIC est d'avis que pour le marché canadien relativement petit, c'est l'un des domaines où la réglementation canadienne ne devrait pas être harmonisée¹⁰ avec celle des États-Unis en vertu du Titre VII de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (« Dodd-Frank »). Le Canada devrait plutôt suivre l'approche européenne (examinée plus en détail ci-après à la rubrique « Observations générales »). En fait, nous ne croyons pas que l'un ou l'autre des plus petits marchés étrangers des dérivés de gré à gré n'envisage ni ne requière un régime d'inscription universel comme il est prévu dans le document de consultation.

En ce qui concerne l'harmonisation à l'intérieur du Canada, au moment d'élaborer le régime canadien de réglementation des participants au marché des dérivés de gré à gré, les autorités canadiennes de réglementation devraient être conscientes du risque d'imposer des exigences contradictoires ou faisant double emploi. Un tel risque se pose dans divers contextes, y compris l'imposition d'exigences incompatibles ou redondantes d'une province ou d'un territoire à un autre, mais comporte aussi la possibilité de conflit avec la réglementation prudentielle intérieure existante ou de chevauchement de cette réglementation. Bien que le CMIC reconnaisse l'importance de veiller à ce que les lacunes du cadre réglementaire soient convenablement comblées, nous croyons qu'il est tout aussi important de veiller à ce que le chevauchement soit évité dans la plus grande mesure possible. À cet égard, il faudrait envisager des régimes de passeport et/ou d'équivalence aussi bien à l'intérieur du Canada qu'après des autorités de réglementation internationales, le cas échéant. Nous croyons de plus que pour éviter la duplication des efforts et la possibilité d'une application incohérente, les décisions en matière de passeport ou d'équivalence devraient être prises entre les autorités de réglementation compétentes et ne devraient pas exiger des participants individuels qu'ils demandent un tel traitement. Par exemple : i) les participants canadiens qui sont tenus de s'inscrire devraient être autorisés à traiter uniquement avec leur principale autorité de réglementation des valeurs respective (de façon similaire aux règles existantes applicables aux personnes inscrites du secteur des valeurs mobilières), et ii) les décisions générales en matière d'équivalence devraient être prises tant pour les participants canadiens assujettis à la réglementation appropriée au Canada (c.-à-d. les participants qui sont

6 décembre 2012. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012dec06-91-301-consultations-modelrule-fr.pdf>.

¹⁰ Quoique, bien sûr, le CMIC estime que la réglementation canadienne ne devrait pas être *incompatible* avec la réglementation internationale.

inscrits sous la catégorie courtiers de la législation canadienne en valeurs mobilières, ou ceux qui sont assujettis à la réglementation par certains organismes de réglementation prudentielle) que pour les participants internationaux assujettis à des régimes déterminés de réglementation internationale.

Incidence sur les participants canadiens

Avant d'imposer des exigences d'inscription, nous prions les ACVM d'examiner l'incidence éventuelle de ces exigences sur le marché canadien des dérivés de gré à gré et ses participants. Compte tenu de la nature mondiale du marché des dérivés de gré à gré et de la taille relativement petite du Canada au sein de ce marché, les participants canadiens transigent couramment avec des contreparties internationales. En fait, les meilleures données dont nous disposons indiquent que plus de la moitié des opérations sur des produits à taux d'intérêt en dollars canadiens font intervenir au moins une partie qui n'est pas un résident du Canada¹¹ et plus de 78 % des dérivés de gré à gré des plus grandes banques canadiennes sont transigés avec des contreparties à l'extérieur du Canada.¹² Le maintien d'un accès continu à cette liquidité est d'une importance cruciale pour le bon fonctionnement des marchés. La position relative du Canada au sein du marché rend également difficile l'imposition d'exigences réglementaires supplémentaires ou uniques sans créer d'obstacles à l'accès pour les participants au marché. Si le régime canadien proposé a des incidences extraterritoriales, les participants au marché internationaux pourraient décider qu'il est trop contraignant de se conformer aux exigences canadiennes et choisir d'éviter les opérations avec des contreparties canadiennes. Le CMIC insiste sur l'importance des opérations sur dérivés de gré à gré comme outil d'atténuation du risque systémique et souhaite souligner que le régime réglementaire canadien ne devrait pas entraver la capacité des participants au marché canadien d'accéder aux marchés mondiaux. De telles entraves désavantageraient les participants canadiens et auraient un effet défavorable très important sur la liquidité au sein du marché canadien (pouvant ainsi augmenter éventuellement le risque systémique).

Des renseignements indispensables devraient être réunis

Comme il est indiqué dans la lettre du CMIC sur les utilisateurs finaux, le CMIC donne son appui à un cadre de dispense large reposant sur des principes qui encourage les utilisateurs finaux à participer au marché des dérivés de gré à gré plutôt qu'à une série de critères précis et de tests opérant une démarcation très nette. Nous souhaitons réitérer ce point de vue en ce qui a trait au régime d'inscription proposé tout en soulignant de nouveau le besoin d'éclaircissement pour l'établissement de ces principes. D'autres éclaircissements sont également exigés quant aux principales définitions utilisées dans l'ensemble du document de consultation, comme (notamment) « dérivés » et « grand participant au marché des dérivés ». Pour l'instant, d'après nous, il n'est pas clair quels sont les produits et les participants qui doivent être visés par le régime d'inscription proposé. Le CMIC encourage les ACVM à prendre le temps nécessaire pour examiner les données du répertoire des opérations à mesure qu'elles sont disponibles avant d'élaborer quelque régime d'inscription au Canada. Seuls ces renseignements permettront d'établir l'équilibre approprié entre la réglementation et l'accès aux marchés. De plus, les recommandations énoncées dans le document de consultation imposeraient, en cas de mise en œuvre, un très lourd fardeau administratif et opérationnel, non seulement aux participants au marché, mais aussi aux membres des ACVM. D'après nous, l'infrastructure réglementaire nécessaire pour donner suite à toutes les exigences énoncées dans le document de consultation n'existe pas à l'heure actuelle, et sa mise en place serait extrêmement onéreuse et coûteuse. Par conséquent, nous recommandons vivement une étude des données d'au moins deux ans provenant des répertoires des opérations pour décèler les lacunes réglementaires ou les inquiétudes avant de décider s'il est souhaitable d'introduire un régime d'inscription au Canada à l'égard du marché des dérivés de gré à gré.

¹¹ « Limiter la contagion : options et défis liés au renforcement de l'infrastructure des marchés financiers », observations présentées par M. Tim Lane, sous-gouverneur de la Banque du Canada, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, Conférence annuelle du Sibos, Toronto, le 19 septembre 2011.

¹² En 2010, 78 % de l'ensemble des opérations sur dérivés de gré à gré des plus grandes banques canadiennes impliquaient une contrepartie située ailleurs qu'au Canada. Source : « La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : document de discussion du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré », 26 octobre 2010, page 26, disponible à l'adresse suivante : <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/reform.pdf>.

RÉPONSES PRÉCISES AUX QUESTIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION

Observations générales

Comme il est indiqué plus haut, le marché canadien des dérivés de gré à gré se distingue du marché américain. Il s'agit d'un marché beaucoup plus petit et moins liquide où la grande majorité des opérations impliquent des participants non canadiens. Comme nous l'avons déjà mentionné, les renseignements dont nous disposons donnent à penser que plus de la moitié des opérations sur des produits à taux d'intérêt en dollars canadiens font intervenir au moins une partie qui n'est pas un résident du Canada.¹³ De plus, le montant notionnel global des opérations sur dérivés de gré à gré conclues par les six plus grandes banques canadiennes représente 3 % des opérations mondiales sur dérivés de gré à gré.¹⁴ Par conséquent, tout régime de réglementation que propose le comité doit être évalué dans le contexte des caractéristiques propres au marché canadien. Si le régime impose des exigences qui sont trop onéreuses, et que les coûts l'emportent sur les avantages, les participants non canadiens pourraient bien choisir d'éviter de conclure des opérations sur dérivés de gré à gré avec des participants au marché canadiens, ce qui réduira la liquidité au Canada. Nous avons vu cette situation se produire aux États-Unis lorsque certaines banques non américaines ont cessé de transiger avec des entités américaines afin d'éviter l'inscription aux États-Unis.¹⁵ Si des banques étrangères prennent des mesures aussi extrêmes à l'égard du marché américain, qui est un marché beaucoup plus grand que celui du Canada, il est raisonnable de présumer que certaines banques étrangères pourraient bien adopter le même point de vue à l'égard du marché canadien, notamment si l'inscription est exigée auprès de plusieurs autorités canadiennes de réglementation. À tout le moins, si les courtiers non canadiens sont tenus de s'inscrire, même s'ils sont dispensés de la majorité des exigences applicables aux courtiers inscrits, les participants au marché pourraient bien être incités à déplacer leurs opérations sur dérivés de gré à gré à l'étranger.

Le CMIC estime donc qu'il est inopportun au Canada de suivre une approche de type américain en ce qui a trait à l'inscription et que le MiFID représente une approche convenant davantage au marché canadien. Le CMIC estime qu'une approche plus utile et efficace pour le marché canadien serait d'imposer des obligations minimales en matière de conduite des affaires à toutes les contreparties professionnelles aux opérations sur dérivés (« parties professionnelles »), lesquelles engloberaient toutes les parties exerçant des activités a) de maintien de marchés des dérivés de gré à gré, b), de la manière décrite ci-dessous, de négociation ou d'intermédiation à l'égard des dérivés de gré à gré moyennant une commission ou un profit ou c) de conseils sur les dérivés de gré à gré.

Nous présentons ci-après de plus amples éclaircissements i) sur les opérations qui devraient être définies comme un « dérivé » à de telles fins, ii) sur la signification « d'exercer l'activité de courtier » et « l'activité de conseiller », dans chaque cas, à l'égard des dérivés de gré à gré et iii) sur les obligations minimales en matière de conduite des affaires qui devraient s'appliquer aux parties professionnelles.

i) *Définition de « dérivé »* : Pour ce qui est des opérations qui devraient être définies comme des opérations sur « dérivés » à de telles fins, le document de consultation ne donne pas d'éclaircissement, bien que l'alinéa 6.1a) nous en donne un certain aperçu. Le CMIC est d'avis que la définition d'un « dérivé » devrait à tout le moins exclure toutes les opérations qui ne sont pas considérées comme un dérivé en vertu du document sur les modèles de règlement sur le champ

¹³ *Supra*, note 11.

¹⁴ D'après les états financiers non audités publiés pour le deuxième trimestre de l'exercice financier 2013 pour les six plus grandes banques canadiennes et des données statistiques sur le marché des dérivés pour la fin décembre 2012 publiées par la Banque des Règlements Internationaux. Ce chiffre n'est qu'approximatif et n'a pas été rajusté pour tenir compte des questions de double comptabilisation ou de temporisation.

¹⁵ Voir le témoignage de M. Christopher Giancarlo devant la Sous-commission des services financiers de la Chambre, indiquant que les contreparties étrangères évitent les courtiers américains, lesquelles contreparties étrangères ont déclaré aussi bien publiquement que privément qu'elles ne s'inscriront pas auprès des autorités américaines de réglementation; disponible à l'adresse suivante : <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/hhrg-112-ba16-wstate-cgiancarlo-20121212.pdf>. Voir également l'information publiée par les médias portant sur le retrait des contreparties étrangères des marchés américains; disponible aux adresses suivantes : <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203400604578072221988442386.html> et <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a9a6f1be-ae2b-11e2-82b8-00144feabdc0.html#axzz2VFU6ZMqL>.

d'application et sur les répertoires des opérations. De plus, comme il est indiqué et examiné plus en détail aux pages 5 à 7 (inclusivement) de la lettre du CMIC sur les modèles de règlement sur le champ d'application et sur les répertoires des opérations, il y a d'autres opérations qui ne devraient pas être considérées comme un « dérivé ».¹⁶

ii) *L'activité de courtier/conseiller en dérivés de gré à gré* : Pour ce qui est de la définition de « l'activité de courtier » en dérivés de gré à gré ou de « l'activité de conseiller » en dérivés de gré à gré, la proposition faite aux articles 6.1 et 6.2 du document de consultation est trop large. Le CMIC estime i) que la définition de « l'activité de courtier en dérivés » devrait être limitée à la conclusion d'une opération sur dérivés de gré à gré (y compris les novations d'une opération sur dérivés de gré à gré existante) pour son propre compte, et l'élément déclencheur de l'activité devrait se limiter au fait d'agir comme un teneur de marché ou de négociateur dans l'intention d'être rémunéré ou rétribué; et ii) que la définition de « conseil » à l'égard d'une opération sur dérivés de gré à gré devrait se limiter à la prestation de conseils en placements spécifiques et personnalisés à une personne physique dans le cadre de la conclusion d'une opération sur dérivés de gré à gré, et l'élément déclencheur de l'activité devrait se limiter à la prestation fréquente ou périodique de ces conseils lorsque le fournisseur de ces conseils s'attend à être rémunéré ou rétribué. Le CMIC estime que tous ses membres qui sont des caisses de retraite ne devraient pas être considérés comme des « parties professionnelles » mais plutôt comme des « utilisateurs finaux » et qu'ils ne devraient être en aucun cas tenus de s'inscrire.

iii) *Obligations minimales en matière de conduite des affaires* : Les obligations minimales en matière de conduite des affaires applicables à toutes les parties professionnelles seraient celles qui sont énoncées au sous-alinéa 7.2b)iii)A) (*Connaissance du client ou de la contrepartie*), au sous-alinéa 7.2b)iii)C) (*Conflits d'intérêts*), à l'alinéa 7.1c)i) (*Systèmes de conformité et de gestion du risque*), à l'alinéa 7.1c)iii) (*Tenue de dossiers*) et à l'alinéa 7.1d) (*Honnêteté*) du document de consultation.

Tant que les parties professionnelles traitent avec une partie qualifiée¹⁷, aucune autre obligation (parmi celles qui font l'objet du document de consultation)¹⁸ ne serait imposée. Lorsque des parties professionnelles traitent avec des parties non qualifiées, le CMIC estime que des obligations relatives à la convenance et à l'équité (comme il est prévu aux sous-alinéas 7.2b)iii)B) et D) du document de consultation) devraient être également imposées. Des obligations supplémentaires pourraient aussi s'appliquer dans de telles circonstances (bien qu'elles puissent ne pas être nécessaires dans tous les cas), comme les obligations d'inscription, les obligations de donner un avis à la Commission des valeurs mobilières compétente, ou les obligations supplémentaires énoncées au sous-alinéa 7.2b)ii) du document de consultation, ou les obligations en matière de compétence relativement à une partie professionnelle ou à ses négociants/conseillers traitant avec des parties non qualifiées.

Le CMIC considère que l'approche qui précède convient au marché canadien des dérivés de gré à gré. Comme le souligne le comité dans le document de consultation, les dérivés se distinguent des valeurs mobilières. L'objectif d'une autorité de réglementation des valeurs mobilières est de « protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses et favoriser des marchés financiers

¹⁶ Ces opérations comprennent les opérations sur dérivés négociés en Bourse, les opérations sur marchandises physiques, les opérations de change au comptant « à long terme », tous les contrats de jeux et tous les contrats d'assurance. Veuillez vous reporter à l'ensemble de nos observations sur la définition d'un « dérivé » dans la lettre du CMIC sur les modèles de règlement sur le champ d'application et sur les répertoires des opérations.

¹⁷ Le CMIC reconnaît qu'une terminologie différente est utilisée au Canada pour désigner le concept de partie avertie (comme « partie qualifiée », « investisseur qualifié », « contrepartie qualifiée » et « client autorisé »). Lorsque l'expression « partie qualifiée » est utilisée dans la présente lettre, le CMIC renvoie au concept d'une partie avertie en général et ne défend pas l'emploi d'une expression ou d'une définition plutôt qu'une autre, sauf tel qu'il est expressément indiqué dans la présente lettre.

¹⁸ Le CMIC reconnaît qu'il y a des obligations différentes pour d'autres aspects de la réforme des dérivés de gré à gré, comme les obligations relatives aux engagements du G-20 en matière de déclaration des opérations de compensation par une contrepartie centrale et de fonds propres et de garantie.

justes et efficaces en plus de promouvoir la confiance en ceux-ci ». ¹⁹ Le marché canadien des dérivés de gré à gré n'a pas démontré qu'il existe des problèmes en matière d'opérations inéquitables, inconvenantes ou frauduleuses ni un besoin de protéger les « investisseurs » concluant des opérations sur dérivés. La vaste majorité des opérations sur dérivés de gré à gré sont conclues au Canada entre des parties qualifiées (averties). Il n'y a donc pas le même besoin de « protéger » ces « investisseurs » comme dans le cas du marché des valeurs mobilières avec les petits investisseurs.

Comme nous l'avons indiqué dans nos observations préliminaires, l'inscription des contreparties à des dérivés de gré à gré ne figure pas dans la liste des engagements pris dans le cadre du G-20. Les objectifs déclarés dans les engagements du G-20 à l'égard des dérivés de gré à gré à Pittsburgh²⁰ sont d'améliorer la transparence sur les marchés des produits dérivés, d'atténuer les risques systémiques et d'assurer une protection contre les abus des marchés. Le CMIC estime que ces objectifs seraient atteints de façon efficace en imposant des obligations relatives à la déclaration des opérations, à la compensation d'opérations normalisées par une contrepartie centrale, des obligations minimales en matière de conduite des affaires et des obligations relatives à un capital et à une marge supérieurs pour certaines opérations non compensées par une contrepartie centrale, et non en imposant des obligations d'inscription comme il est prévu dans le document de consultation. En fait, nous croyons fermement que ces obligations d'inscription auraient une incidence négative sur la liquidité du marché canadien, ce qui pourrait bien entraîner comme conséquence involontaire l'augmentation du risque systémique.

Questions et réponses

Q1 : Les fonds d'investissement devraient-ils être soumis aux mêmes critères d'inscription que les autres participants au marché des dérivés? Dans la négative, quels critères d'inscription devraient s'appliquer aux fonds d'investissement?

Le CMIC ne compte pas de fonds d'investissement parmi ses membres²¹. Par conséquent, le CMIC n'a pas d'observations à présenter sur cette question et il encourage les autres organisations de l'industrie à présenter des observations au Comité sur cette question.

Q2 : Quel est le critère approprié pour déterminer si une personne est une partie qualifiée? Ce critère devrait-il reposer sur les ressources financières ou sur la compétence du client ou de la contrepartie? S'il repose sur les ressources financières, devrait-il porter sur l'actif net du client ou de la contrepartie, ses revenus annuels bruts ou d'autres facteurs?

Le CMIC soutient vigoureusement que les normes servant à établir si une personne est une partie qualifiée devraient être les plus objectives possible et ne devraient pas exiger d'évaluations subjectives, comme la compétence, l'expérience ou les connaissances d'une personne. Si de tels éléments subjectifs étaient inclus, ils ne devraient pas s'appliquer à toutes les catégories de la définition, mais ne devraient être que d'une application limitée, et dans chaque cas, les parties devraient être en mesure de se fier uniquement aux déclarations qu'a faites une partie à l'égard de ces questions subjectives. À tout le moins, la définition d'une « partie qualifiée » en vertu de la réglementation canadienne i) devrait englober toutes les personnes respectant les critères d'un « contractant qualifié » (*Eligible Contract Participant*) en vertu de Dodd-Frank, ii) devrait être la même dans toutes les provinces, et iii) devrait inclure un « opérateur en couverture » comparable à la définition que l'on retrouve dans la *Loi sur les instruments dérivés* (Québec).²²

¹⁹ Mandat de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario prévu par la loi. Voir http://www.osc.gov.on.ca/fr/About_about_index.htm.

²⁰ Voir le paragraphe 13. <http://www.G-20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0925-fr.html>.

²¹ Le CMIC compte toutefois des caisses de retraite parmi ses membres. Il s'agit de grandes caisses de retraite du secteur public qui, à notre avis, ne sont pas le type de « fonds d'investissement » que vise cette question.

²² En vertu du paragraphe 12 de l'article 3 de la *Loi sur les instruments dérivés* (Québec), un opérateur en couverture est défini comme une « personne qui, compte tenu de son activité : a) est exposée à un ou plusieurs risques se rapportant à cette activité, dont des risques d'approvisionnement, de crédit, de change, environnementaux ou de fluctuation de prix d'un sous-jacent; b) recherche la couverture d'un tel risque en réalisant une opération ou une série d'opérations sur dérivés dont le sous-jacent est celui qui est directement associé à ce risque, ou un autre sous-jacent qui lui est apparenté ».

Q3 : L'inscription à titre de courtier en dérivés devrait-elle faire l'objet d'une dispense de *de minimis* similaire à celle adoptée par les organismes de réglementation américains? Dans l'affirmative, expliquez pourquoi.

Si l'un des objectifs de l'inscription est de s'attaquer aux questions de la stabilité financière et du risque systémique, le processus d'inscription ne devrait pas englober les petits courtiers en dérivés et une dispense *de minimis* est donc opportune. Au Canada, les participants au marché sont d'un nombre limité comparativement aux États-Unis. Par conséquent, le CMIC estime qu'il n'est pas opportun d'imposer des obligations qui découragent inutilement la participation au marché lorsque les activités du participant n'ont pas d'incidence sur le risque systémique.

De plus, si les participants au marché étrangers sont finalement tenus de s'inscrire au Canada, le CMIC est d'avis qu'il devrait y avoir une dispense *de minimis*. Les participants au marché étrangers procurent au marché canadien une liquidité très souhaitable, offrant souvent une large gamme de produits aux plus grands participants au marché, comme les caisses de retraite, que les contreparties canadiennes du côté vente ne sont pas en mesure d'offrir. Le CMIC estime que si les autorités canadiennes de réglementation obligent finalement les participants au marché étrangers à s'inscrire, la liquidité au Canada serait grandement réduite, ce qui serait nuisible pour les Canadiens. Là encore, un examen attentif des données de déclaration des opérations sur deux ans avant de décider s'il est souhaitable de mettre en œuvre un régime d'inscription permettrait d'éviter une compression importante de la liquidité.

Q4 : Les catégories « courtier en dérivés », « conseiller en dérivés » et « grand participant au marché des dérivés » sont-elles adéquates? Le comité devrait-il songer à recommander des catégories différentes ou supplémentaires?

Le CMIC est d'avis que la catégorie « grand participant au marché des dérivés » ne convient pas au Canada. Par exemple, certains membres du CMIC qui sont des caisses de retraite du secteur public pourraient éventuellement être considérés comme détenant des positions importantes. Toutefois, il est évident que ces utilisateurs finaux du côté achat n'exercent pas des activités de maintien du marché des dérivés. On ne peut ainsi établir clairement quel risque est abordé si ces participants sont obligés de s'inscrire. Le CMIC ne croit pas que des catégories différentes ou supplémentaires soient nécessaires.

Q5 : Les facteurs énumérés sont-ils les facteurs appropriés à considérer pour déterminer si une personne exerce l'activité de courtier en dérivés? Expliquez pourquoi.

Les facteurs énumérés sont beaucoup plus larges que ceux prévus à l'égard d'un « courtier en swap » en vertu de Dodd-Frank. La catégorie « faire du démarchage direct ou indirect » ne ressemble à rien qui indiquerait qu'un participant exerce des activités de courtier en dérivés. Le document de consultation mentionne la publicité sur Internet destinée à encourager les résidents locaux à effectuer des opérations sur dérivés comme exemple d'une telle activité. Ce type d'activité est relié au marché des valeurs mobilières de détail et n'a rien à voir avec ce que l'on associe habituellement à une « activité de courtier en dérivés ». Le CMIC estime que dans le seul cas où une partie conclut une opération sur dérivés pour son propre compte, une telle activité devrait être considérée comme l'«exercice de l'activité de courtier en dérivés ». Pour ce qui est du facteur « fournir des services de compensation à des tiers », se reporter à notre réponse à la question 7 ci-après.

Q6 : Le Comité ne propose pas d'inclure la fréquence élevée des opérations sur dérivés comme facteur à considérer pour déterminer si une personne est tenue de s'inscrire à titre de courtier en dérivés. La fréquence élevée des opérations sur dérivés devrait-elle entraîner l'obligation d'inscription lorsqu'une entité n'est pas assujettie par ailleurs à l'obligation d'inscription à titre de courtier en dérivés ou de grand participant au marché des dérivés? Le facteur entraînant l'obligation d'inscription des entités qui effectuent fréquemment des opérations sur dérivés à des fins de spéculation devrait-il être différent de celui applicable aux entités qui les effectuent principalement dans le but de gérer leurs risques commerciaux?

Le CMIC est d'avis que les facteurs devraient reposer sur la conduite d'un participant, plutôt que sur la fréquence des opérations de ce participant. Si la fréquence des opérations était incluse en tant que facteur et que les opérateurs en couverture exerçant fréquemment des activités (qui sont souvent des utilisateurs finaux) étaient donc assujettis à l'inscription alors qu'ils ne seraient par ailleurs pas tenus de s'inscrire, cela pourrait les décourager de faire des opérations appropriées de couverture. Un tel résultat serait incompatible avec l'atténuation du risque systémique. Le CMIC estime qu'il n'y a pas de corrélation nécessaire entre la fréquence des opérations et les risques rattachés à de telles opérations.

Q7 : La proposition d'obliger les parties qui fournissent des services de compensation à s'inscrire à titre de courtiers en dérivés est-elle pertinente? L'entité qui fournit ces services uniquement à des parties qualifiées devrait-elle être dispensée de l'application de la réglementation des courtiers en dérivés?

Le CMIC estime qu'il est inutile, voire nuisible, d'obliger les parties qui fournissent des services de compensation à s'inscrire à titre de courtiers en dérivés. Si la compensation est obligatoire, l'accès aux contreparties centrales de compensation deviendra crucial. Si l'inscription à titre de courtier est obligatoire pour les parties fournissant des services de compensation, elle pourrait décourager des entités, notamment des entités étrangères, de fournir des services de compensation aux participants au marché canadiens. De plus, le document sur la compensation par contrepartie centrale propose que les contreparties centrales de compensation soient tenues d'être reconnues au Canada (lorsque la compensation vise des participants canadiens) et une partie de ce processus de reconnaissance comprend un examen de la gestion du risque et des critères d'adhésion (entre autres choses) de cette contrepartie centrale de compensation par les autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières. Par ailleurs, d'autres règles sont proposées relativement à la compensation par contrepartie centrale (notamment, la séparation et la transférabilité) lesquelles protégeront également aussi bien les clients que les parties faisant la compensation pour les clients.

Quant à la deuxième partie de la question 7, puisque le CMIC est d'avis que toutes les parties traitant avec des parties qualifiées devraient être dispensées de l'inscription, notre réponse est oui.

Q8 : Les facteurs répertoriés ci-dessus sont-ils les facteurs appropriés à considérer pour déterminer si une personne exerce l'activité consistant à conseiller autrui en matière de dérivés?

Aucun des membres du CMIC n'exerce d'activités consistant uniquement en la prestation de conseils en matière de dérivés. Par conséquent, le CMIC n'a pas d'observations à présenter sur cette question et encourage les autres organisations de l'industrie à présenter des observations au comité.

Q9 : Les facteurs répertoriés pour déterminer si une entité est un grand participant au marché des dérivés sont-ils appropriés? Dans la négative, quels facteurs devraient être pris en compte? Quels facteurs le Comité devrait-il examiner pour déterminer si une entité, étant donné son exposition au marché des dérivés, pourrait représenter un risque important pour la stabilité financière du Canada ou d'une province ou d'un territoire du Canada?

Étant donné qu'il n'y a pas de catégorie équivalente à la catégorie « grand participant au marché des dérivés », à notre connaissance, dans quelque territoire du G-20 (autre que les États-Unis), nous nous inquiétons sérieusement de la création d'un régime d'inscription qui constituerait une caractéristique unique dans un plus petit marché comme le Canada. Par conséquent, comme il est indiqué sous la question 4 plus

haut, le CMIC est d'avis que la catégorie « grand participant au marché des dérivés » ne convient pas au Canada.

Q10 : La proposition du Comité d'inscrire les représentants de courtiers en dérivés seulement lorsqu'ils font affaire avec des clients ou avec des contreparties qui sont des parties non qualifiées est-elle pertinente?

Comme il est indiqué plus haut à la rubrique « Observations générales », le CMIC estime que les obligations d'inscription ne devraient être imposées que lorsqu'une partie professionnelle fait affaire avec une partie non qualifiée. Même dans de tels cas, l'inscription de représentants individuels peut ne pas être nécessaire à la condition que la partie professionnelle dispose de procédures de conformité appropriées et suffisantes pour veiller à ce que les personnes faisant affaire avec une telle partie non qualifiée soient compétentes et dûment supervisées.

Q11 : Serait-il opportun d'imposer des obligations de compétence particulières aux catégories ou aux classes?

Le CMIC estime que l'imposition d'obligations de compétence, que ce soit des obligations spécifiques aux catégories ou aux classes ou des obligations générales pour les particuliers, ne présente pas d'avantages pour les participants au marché des dérivés de gré à gré et est inutile pour l'intégrité du marché des dérivés de gré à gré en tant qu'ensemble. Le CMIC n'a pas connaissance de questions relatives à la conduite sur le marché auxquelles ces obligations sont censées s'attaquer et aucune preuve n'a été présentée pour justifier de telles obligations. À notre connaissance, aucun autre territoire étranger, notamment en vertu de Dodd-Frank ou de l'EMIR²³ n'impose de telles obligations détaillées de compétence à l'égard des participants au marché des dérivés de gré à gré. Il s'agit d'obligations qui ont bien fonctionné au sein du marché des valeurs mobilières et qui sont appropriées pour celui-ci. Toutefois, le CMIC estime qu'elles ne conviennent pas ou qu'elles sont inutiles pour le marché canadien des dérivés de gré à gré où les modèles d'entreprise se fient à des règles de gouvernance et de gestion du risque internes pour déterminer la compétence des personnes exerçant des activités de courtiers ou de conseillers en produits dérivés. De plus, comme il est indiqué plus haut, la vaste majorité des opérations sur dérivés de gré à gré sur le marché canadien sont conclues uniquement avec des parties averties, qui comprennent les caractéristiques fondamentales des marchés des dérivés et ne font pas affaire avec quiconque ne fait pas preuve de compétence dans le domaine. Il se peut que dans le cas où un courtier conclut une opération sur dérivés de gré à gré avec une partie non qualifiée, certaines obligations de compétence soient justifiées à l'égard des courtiers ou conseillers faisant directement affaire avec cette partie non qualifiée.

Q12 : Les obligations de compétence proposées sont-elles appropriées?

Voir notre réponse à la question 11 ci-dessus.

Q13 : La proposition du Comité d'imposer aux personnes inscrites l'obligation d'« agir avec honnêteté et de bonne foi » est-elle appropriée?

Le CMIC est d'avis que cette obligation d'agir avec honnêteté et de bonne foi devrait s'appliquer à tous les participants au marché, qu'ils soient inscrits ou non.

²³ Le Règlement sur l'infrastructure du marché européen (*European Market Infrastructure Regulation*) (« EMIR ») que le Parlement européen a adopté le 29 mars 2012, disponible à l'adresse suivante : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+20120329+SIT-01+DOC+WORD+V0//FR&language=FR>, à l'article 3.

Q14 : Les obligations d'inscription décrites sont-elles appropriées pour les courtiers en dérivés, les conseillers en dérivés et les grands participants au marché des dérivés? Y a-t-il d'autres obligations réglementaires qui devraient s'appliquer à l'ensemble des catégories de personnes inscrites? Expliquez vos réponses.

Comme il est indiqué plus haut, le CMIC prie avec insistance les ACVM de reporter la décision à savoir s'il y a lieu de mettre en œuvre un régime d'inscription avant d'avoir obtenu et étudié les données d'au moins deux ans provenant des répertoires des opérations et d'avoir établi s'il y a des questions relatives à la conduite sur le marché qui ne sont pas abordées du point de vue réglementaire. S'il est finalement décidé qu'un régime d'inscription est exigé, le CMIC estime qu'une telle obligation ne devrait être imposée que dans le cas où un courtier en dérivés conclut (ou un conseiller en dérivés donne des conseils concernant) une opération sur dérivés de gré à gré avec une partie non qualifiée. Dans de telles circonstances limitées, le CMIC est d'avis que les obligations d'inscription sont en général appropriées, si ce n'est de l'obligation d'assurance pour les motifs décrits ci-après dans notre réponse à la question 17. Toutefois, il serait plus approprié d'imposer des obligations uniquement lorsque les ACVM auront établi qu'il y a des questions précises relatives à la conduite sur le marché qui ne sont pas abordées en vertu des règles existantes.

Q15 : Les courtiers en dérivés qui réalisent des opérations avec des parties qualifiées devraient-ils être soumis à des normes de conduite comme celles abordées au sous-alinéa 7.2b)iii) ci-dessus? Dans l'affirmative, indiquez les normes qui devraient s'appliquer.

Oui. Voir notre commentaire à la rubrique « Observations générales ».

Q16 : Avez-vous une préférence pour l'une ou l'autre des deux propositions de réglementation des courtiers en dérivés qui réalisent des opérations avec des contreparties qui sont des parties non qualifiées? Le Comité devrait-il examiner d'autres options pour la résolution des conflits d'intérêts? Expliquez votre réponse.

Le CMIC est d'avis que la seconde proposition est préférable parce qu'elle est plus transparente. La première proposition peut être impossible à mettre en œuvre du point de vue des délais lorsque des parties doivent agir rapidement du point de vue du marché. De plus, la première proposition est tributaire de la réception de conseils d'un conseiller inscrit qui fournirait des services de conseils à une partie non qualifiée. De l'avis du CMIC, il serait difficile de trouver un conseiller inscrit qui serait disponible pour fournir de tels services, plus particulièrement parce qu'il est peu probable que cette partie non qualifiée soit un client existant du conseiller inscrit.

Pour ce qui est de la seconde proposition, il faudrait énoncer clairement que le courtier en dérivés ne fournit pas des conseils parce qu'il informe la contrepartie qu'elle a le droit d'obtenir des conseils indépendants avant de conclure une opération. De plus, il devrait être énoncé clairement que la partie non qualifiée peut signer la reconnaissance dès le départ dans le cadre de la procédure et du protocole normaux d'ouverture du compte et du processus usuel de connaissance du client, plutôt que d'exiger l'obtention d'une reconnaissance à l'égard de chaque opération.

Q17 : Les obligations recommandées conviennent-elles aux personnes inscrites qui sont des courtiers en dérivés? Dans la négative, expliquez pourquoi. Est-ce que d'autres obligations réglementaires devraient s'appliquer aux courtiers en dérivés inscrits?

Voir notre réponse à la question 11 pour connaître le point de vue du CMIC sur les obligations de compétence. Le CMIC estime que les obligations d'assurance prévues à l'alinéa 7.1b)iii) du document de consultation ne conviennent pas au marché des dérivés de gré à gré où la grande majorité des garanties détenues par un courtier seraient détenues sous forme électronique. Les obligations réglementaires supplémentaires suivantes devraient s'appliquer aux courtiers en dérivés inscrits : i) des évaluations de l'exposition au risque qui sont compatibles avec la définition d'« *Exposure* » de l'ISDA devraient être offertes à toute contrepartie non qualifiée sur demande, et ii) des confirmations des opérations devraient être remises en temps utile aux contreparties.

Q18 : Les obligations recommandées conviennent-elles aux personnes inscrites qui sont des conseillers en dérivés? Dans la négative, expliquez pourquoi. Est-ce que d'autres obligations réglementaires devraient s'appliquer aux conseillers en dérivés inscrits?

Aucun des membres du CMIC n'exerce d'activités consistant uniquement en la prestation de conseils en matière de dérivés. Par conséquent, le CMIC n'a pas d'observations à présenter sur cette question et encourage les autres organisations de l'industrie à présenter des observations au comité.

Q19 : Le Comité recommande que les courtiers en dérivés étrangers qui réalisent des opérations avec des entités canadiennes qui sont des parties qualifiées soient tenus de s'inscrire, mais dispensés de certaines obligations d'inscription. Cette recommandation est-elle judicieuse? Expliquez pourquoi.

Le fait d'imposer des obligations d'inscription supplémentaires aux participants qui sont des résidents étrangers limitera gravement la liquidité du marché canadien. Comme il est mentionné à la rubrique « Observations générales » plus haut, une forte tranche de la liquidité du marché canadien provient de participants non canadiens.²⁴ Si les courtiers en dérivés étrangers qui réalisent des opérations avec des parties qualifiées sont tenus de s'inscrire, même s'ils peuvent être dispensés de certaines obligations d'inscription, on court sérieusement le risque de les voir choisir de ne pas réaliser des opérations avec des participants au marché canadiens. Cela aura comme effet de réduire la liquidité au sein du marché canadien et qu'il sera donc plus difficile pour les utilisateurs finaux de conclure des opérations de couverture. Par ailleurs, les courtiers en dérivés étrangers seront assujettis à la réglementation de leur territoire d'origine et l'imposition d'obligations d'inscription additionnelles en vertu du régime canadien à l'égard de ces courtiers pourrait être incompatible avec le principe de l'adhésion courtoise et porter atteinte à la capacité des participants au marché canadiens d'obtenir une conformité de substitution dans des territoires étrangers.

Q20 : La recommandation du Comité de dispenser les courtiers en dérivés étrangers de certaines obligations d'inscription applicables au Canada s'ils sont assujettis à des obligations équivalentes dans leur territoire d'origine est-elle judicieuse? Expliquez pourquoi.

Selon le CMIC, le critère approprié dans le présent cas n'est pas le fait que les courtiers en dérivés étrangers aient des obligations « équivalentes » dans leur territoire d'origine, mais des obligations « comparables » ou « similaires ». Le concept de conformité de substitution et de réciprocité entre les autorités de réglementation à l'égard des engagements du G-20 sera difficile à appliquer si des territoires (particulièrement des territoires relativement petits comme le Canada) exigent que le territoire étranger ait des obligations « équivalentes ». Des obligations qui donnent des résultats comparables devraient être suffisantes.

Q21 : Les courtiers et les conseillers en dérivés étrangers qui ne sont pas inscrits au Canada devraient-ils être dispensés des obligations d'inscription s'ils sont soumis à ces obligations uniquement parce qu'ils réalisent des opérations avec le gouvernement fédéral, les gouvernements provinciaux du Canada ou la Banque du Canada?

Il n'est pas opportun d'accorder une dispense d'inscription sur la seule base qu'un courtier en dérivés réalise des opérations avec le gouvernement fédéral, les gouvernements provinciaux du Canada ou la Banque du Canada. Cela fait bifurquer la liquidité du marché vers des entités souveraines comparativement à d'autres utilisateurs finaux. Toutefois, comme il est indiqué à la rubrique « Observations générales », le CMIC est d'avis qu'une partie professionnelle devrait être dispensée de l'inscription si elle réalise des opérations avec une partie qualifiée (et non uniquement avec une entité souveraine canadienne ou la Banque du Canada).

Q22 : La proposition visant à dispenser les sociétés d'État dont les obligations sont pleinement garanties par le gouvernement concerné de l'obligation d'inscription à titre de grand participant au marché des dérivés et, dans les circonstances susmentionnées, de courtier en dérivés est-elle

²⁴ Par exemple, au 1^{er} février 2011, près de la moitié de l'ensemble des swaps de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens ne sont pas conclus par l'une ou l'autre des six grandes banques canadiennes. Source : CMIC « Data Analysis Report », 1^{er} février 2011; enquête triennale de juin 2010 de la Banque des Règlements Internationaux.

pertinente? Les entités telles que les sociétés d'État dont les obligations ne sont pas pleinement garanties, les gouvernements étrangers et les sociétés leur appartenant ou sous leur contrôle devraient-elles avoir droit à des dispenses comparables? Expliquez votre réponse.

Comme il est indiqué plus haut à notre réponse à la question 4, le CMIC est d'avis qu'il ne devrait pas y avoir une catégorie d'inscription distincte à titre de grand participant au marché des dérivés. De plus, comme il est indiqué dans notre réponse à la question 21 ci-dessus, le CMIC est d'avis que la création de dispenses spéciales pour des types d'entités précis fait bifurquer la liquidité au sein du marché. Les dispenses devraient reposer sur le fait qu'une partie est une partie qualifiée ou non, ce qui devrait en soi être établi par des critères objectifs.

Q23 : Les dispenses d'inscription proposées conviennent-elles? D'autres dispenses d'inscription ou des obligations d'inscription n'ayant pas été mentionnées dans le présent document devraient-elles être envisagées?

Voir les réponses aux questions 21 et 22 ci-dessus, ainsi que nos observations à la rubrique « Observations générales » de la présente lettre.

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 G-20 et atteint les objectifs prévus de politiques publiques. L'inclusion judicieuse par les organismes de réglementation des thèmes énoncés à la rubrique « Aperçu » de la présente lettre contribuera sensiblement à la réussite de l'élaboration d'un cadre canadien efficace de réglementation des principaux participants du marché des dérivés de gré à gré.

Comme nous l'avons souligné dans nos observations antérieures, chaque sujet relatif à la réglementation des dérivés de gré à gré est en corrélation avec tous les autres aspects. À cet égard, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement au régime d'inscription proposé après la publication d'autres documents de consultation et de modèles et de projets de règlements.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration du régime de réglementation du marché des dérivés de gré à gré et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les participants au marché qui seront assujettis à cette réglementation. 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
Deutsche Bank A.G., Canada Branch
Healthcare of Ontario Pension Plan
Banque HSBC Canada
Succursale de Toronto de JP Morgan Chase Bank, N.A.
Société Financière Manuvie
Banque Nationale du Canada
Société d'administration d'OMERS
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Banque Royale du Canada
La Banque de Nouvelle-Écosse
La Banque Toronto-Dominion