



**Notes pour une intervention de**

**Daniel Laurion  
Directeur général des mandats spéciaux  
Autorité des marchés financiers**

**à la Conférence sur les produits dérivés  
de l'Institut canadien**

**28 mars 2007**

**Seul le texte prononcé fait foi.**

Bonjour,

C'est un plaisir pour moi d'être avec vous ce matin et je remercie l'Institut canadien de me permettre de vous parler des travaux de l'Autorité des marchés financiers sur les dérivés et leur encadrement réglementaire, que j'ai la responsabilité de piloter.

C'est en 2004 que nous avons amorcé nos travaux, par l'analyse détaillée de ce qui se fait au Canada et ailleurs, entre autres, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie et à Hong Kong, en termes de réglementation des dérivés. Nous avons ainsi produit une cinquantaine de fiches analytiques et de recommandations qui ont été discutées d'abord à l'interne, et également avec un comité consultatif dont les membres provenaient des divers secteurs de l'industrie.

Ces travaux ont mené en mai 2006, à la publication d'un document de consultation qui présentait nos propositions d'encadrement, soit ce que nous considérons être les pratiques réglementaires les plus modernes et les plus efficaces.

À la même époque, un comité mis sur pied par le gouvernement de l'Ontario travaillait à la revue de la *Commodity Futures Act* de cette province. Nous avons eu maintes occasions de discuter avec les membres de ce comité de nos approches respectives sur les divers aspects pertinents aux dérivés. Ceux parmi vous qui avez eu l'occasion de consulter le rapport préliminaire ontarien ont certainement remarqué le très important niveau d'accord entre nous.

Nous avons présentement une occasion d'élaborer un régime hautement harmonisé pour les dérivés au Québec et en Ontario et c'est le but que nous nous sommes fixé à l'Autorité.

Au cours des prochaines minutes, je vous parlerai de divers aspects de nos travaux, notamment :

- L'approche législative et les principes
- Une loi distincte plutôt qu'un chapitre de la *Loi sur les valeurs mobilières*
- Le champ d'application de la loi
- Les entités réglementées
- L'encadrement des intermédiaires

Ces travaux doivent mener à l'élaboration d'une loi et d'un règlement modèles, accompagnés d'instructions générales. Ces documents seront soumis à la consultation publique plus tard cette année.

### **L'approche législative et les principes**

Dès le début de nos travaux, l'approche qui consiste à établir des grands principes dans la loi et de les appuyer soit par des règlements ou des instructions s'est imposée comme celle qui a le plus de chances de survivre à long terme. Si l'espérance de vie d'une loi est de 20 ans et que l'on considère les marchés de dérivés au milieu des années 80, on ne peut que constater l'évolution fulgurante des marchés, des produits, des volumes et des mutations technologiques.

Cette approche brille par sa souplesse : elle permet à une législation de conserver sa pertinence sur une plus longue période. Elle permet aussi aux entités réglementées et aux divers intervenants du marché de se conformer à la réglementation d'une manière qui correspond davantage à leur modèle d'affaires. En ce sens, elle favorise l'innovation et la concurrence.

En général, les commentaires formulés sur le document de consultation ont appuyé l'utilisation de cette approche. Cependant, on nous a mis en garde sur la difficulté d'application de principes trop vagues et sur la certitude juridique de principes qui seraient mal formulés.

C'est pour cette raison que nous pourrions dans certaines circonstances avoir des éléments plus précis. On peut penser par exemple à des principes qui s'appliqueraient davantage à une Bourse, et d'autres à une chambre de compensation. Nous ne croyons pas qu'il soit nécessaire d'avoir deux séries complètes de principes pour ces deux types d'entités, mais il est possible que certains principes soient davantage spécialisés.

À notre avis, les principes devraient se retrouver dans la loi, avec l'ensemble des autres dispositions pertinentes. Des règlements viendraient appuyer et préciser les matières qui doivent l'être.

Nous ferons une place importante aux instructions, qui viendront expliquer comment l'Autorité interprète les principes ou donneront des exemples de respect des principes. Nous nous assurerons que nos propositions seront compatibles avec tous les standards internationaux pertinents de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, et de la Banque des règlements internationaux, par exemple.

### **Loi distincte ou chapitre de la LVM**

Si nous reconnaissons d'emblée que c'est le gouvernement qui décidera si une loi distincte doit encadrer les dérivés ou bien si cet encadrement s'intègre dans la *Loi sur les valeurs mobilières*, nous croyons pour notre part qu'une loi distincte serait préférable.

Nos travaux sur une loi modèle sont élaborés sur cette base, de manière à assurer une plus grande transparence et faciliter la consultation, à l'aide de documents complets.

Nous avons reçu des commentaires mixtes sur cette question. Les personnes qui croient que l'encadrement des dérivés devrait être intégré à la *Loi sur les valeurs mobilières* parlent de la difficulté de s'assurer de l'évolution simultanée et harmonisée de deux lois distinctes, mais tout de même assez proches l'une de l'autre.

Les tenants de cette opinion mentionnent également la complexité additionnelle que cela peut comporter pour les participants.

D'autres commentateurs sont d'avis que les dérivés sont des produits financiers distincts dont la fonction de gestion des risques répond à des besoins différents. Pour cette raison, ils devraient avoir un encadrement qui leur est propre. En outre, leur place de plus en plus importante dans le paysage des produits financiers au Canada, mais surtout à l'international, renforce l'option de la loi distincte.

Pour nous, l'approche par principe aussi poussée que nous la proposons ne devrait pas se retrouver au centre d'une législation qui procède encore beaucoup de la prescription détaillée.

Cela dit, nous reconnaissons que plusieurs chapitres d'une loi sur les dérivés seraient très proches de leur équivalent dans la *Loi sur les valeurs mobilières* et que les tenants de l'option d'inclusion dans cette loi ont des arguments.

## **Le contexte**

Les travaux de l'Autorité s'inscrivent tout à fait dans les efforts d'harmonisation pan-canadiens. Il ne s'agit pas à ce moment-ci d'un projet des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, mais nos collègues des ACVM sont informés des travaux que nous menons.

Nous considérons également le contexte nord-américain et les liens très étroits avec les États-Unis en ce qui concerne les dérivés. Notre développement tient compte de ces facteurs importants, qu'il s'agisse des concepts, des approches ou des structures que nous entendons proposer.

## **Le champ d'application de la loi**

Nous avons choisi, à la suite de nos analyses, de proposer un champ d'application large, qui s'appuie sur un concept très global de dérivés. Cette approche nous a valu plusieurs observations, d'autant plus qu'elle constituait une différence significative avec l'approche proposée par le comité ontarien de revue de la CFA.

Ce que nous voulons, c'est d'avoir un concept de dérivé qui permet d'englober tous les produits, présents et à venir. Nous avons proposé dans notre document de 2006 un champ d'application qui ressemblerait à : « Cette loi s'applique aux instruments dérivés, tels que les contrats à terme, les options et les *swaps*, qui constituent des instruments, contrats ou titres dont le cours, la valeur ou les obligations de paiement sont fonction d'un ou de plusieurs éléments sous-jacents. »

Ce contenu est très proche des définitions incluses dans plusieurs normes canadiennes adoptées par les ACVM, soit sur les prospectus, les organismes de placement collectif ou l'information continue.

En elle-même, une telle proposition fait sourciller et il est requis d'en moduler l'application pour que l'encadrement s'insère de manière harmonieuse dans l'ensemble du paysage financier. Nos récentes réflexions nous tirent davantage vers la formulation australienne, qui se rapproche d'une véritable définition de dérivés, en incluant des caractéristiques et des exclusions.

Par exemple, il faut exclure les produits bancaires, d'assurances, les contrats au comptant, etc. Il faut s'assurer que l'on ne vient pas réduire la protection accordée par les lois de protection des consommateurs.

De toute évidence, notre approche englobe non seulement les produits négociés sur les marchés organisés, mais aussi les dérivés négociés de gré à gré. Le comité ontarien propose dans son rapport que la loi ne vise que les dérivés boursiers. Il faut comprendre

cependant que la juridiction de cette province sur les marchés hors cote peut s'exercer par le biais de la Loi sur les valeurs mobilières. Nous proposons de l'exercer par la Loi sur les dérivés.

De fait, seulement deux choses nous intéressent dans le cas des marchés hors cote. La première est d'encadrer l'offre de produits aux utilisateurs de détail. La seconde est de pouvoir intervenir en cas d'utilisation de ces marchés pour frauder ou manipuler.

Dans ce contexte, si la loi ne s'applique qu'aux marchés boursiers, l'Autorité ne possède pas les moyens d'intervention requis. Hormis ces questions, nous n'avons aucune intention de nous immiscer d'une quelconque manière dans les négociations entre les utilisateurs institutionnels. La question des utilisateurs de détail et des institutionnels a fait l'objet de nombreuses discussions.

L'approche de définir l'utilisateur de détail qui doit bénéficier de toutes les protections accordées par la réglementation et de dispenser l'ensemble des autres nous a été suggérée. Elle est également mise de l'avant par le comité ontarien, du moins dans son rapport intérimaire. À notre point de vue, elle comporte des faiblesses importantes.

Nous privilégions l'approche qui consiste à définir qui sont les institutionnels ou les « utilisateurs qualifiés ». D'abord, il nous semble qu'une loi prévoit habituellement des dispositions qui sont d'application générale, les dispenses étant une exception. Nous savons alors précisément qui n'est pas soumis à la règle ou qui bénéficie de l'allègement.

Ensuite, l'approche basée sur la définition des utilisateurs de détail ne se retrouve pas ailleurs en Amérique du Nord. Elle ne tient donc pas compte du contexte nord-américain mentionné précédemment.

Diverses suggestions nous ont été faites sur ces questions. On nous a suggéré de considérer un encadrement qui tiendrait compte des objectifs d'utilisation :

l'investissement, la gestion des risques, la spéculation. La difficulté de cette approche est qu'un même utilisateur peut certainement faire des opérations qui visent toutes ces fins. Si l'encadrement applicable risque de varier selon l'opération, il nous semble que l'incertitude introduite n'est pas souhaitable.

Aussi, comment décider qu'une opération entre dans une catégorie plutôt qu'une autre? Cette approche serait-elle comprise par les utilisateurs et les entités étrangères ?

On nous a suggéré aussi de considérer des définitions différentes de dérivés, selon qu'ils sont négociés sur les marchés hors cote ou boursiers, ce qui permettrait de traiter les marchés hors cote différemment. Dans un monde où les systèmes de négociation et les modèles d'affaires se multiplient et évoluent, cette approche comporte la difficulté de classer des marchés.

En résumé, nous travaillons présentement à un champ d'application qui, à partir d'un concept large de dérivé, prévoit des exclusions claires sur le plan des produits selon ce que j'ai mentionné plus haut, et des exclusions précises pour certains utilisateurs des marchés de gré à gré.

Notre approche ne fait pas l'unanimité. C'est pourquoi nous entendons poursuivre les discussions afin d'arriver à un encadrement qui protège les utilisateurs, qui favorisent le développement des marchés de dérivés au Québec, autant boursiers que hors cote, et qui pour ce faire, s'interprètent avec la certitude requise à l'efficacité et à la fluidité des marchés.

### **Offre et négociation de dérivés**

L'offre de produits dérivés continuerait de se faire à l'aide d'un document d'information selon le modèle couramment utilisé par les courtiers membres de l'ACCOVAM. Il s'agit ici simplement de s'assurer que nous sommes à niveau des tendances internationales en la matière.



Nous croyons que ce type de document convient davantage à l'offre de dérivés, même si le produit n'est pas négocié sur un marché boursier ou sur un système de négociation parallèle.

Le concept de dérivé envisagé peut cependant inclure bon nombre de produits qu'on qualifie d'hybrides. On pense aux divers titres dont le rendement est fonction d'un indice ou d'un autre sous-jacent. Selon qu'ils seraient considérés comme des dérivés ou des valeurs mobilières, leur placement au détail pourrait requérir l'établissement d'un prospectus plutôt que la remise d'un document d'information.

Nous considérons proposez, un test de prédominance qui permettrait de définir le régime applicable. Le test considéré s'inspirerait d'un test similaire utilisé aux États-Unis. Ainsi, un produit serait une valeur mobilière si : (a) son émetteur en reçoit le paiement complet au moment de sa livraison, (b) l'acquéreur n'est tenu à aucun paiement additionnel à l'émetteur pendant la durée de vie du produit ou à maturité, (c) ses caractéristiques n'exigent pas le dépôt de marges en fonction de sa valeur au marché, (d) il n'est pas présenté comme un dérivé.

Le produit qui serait, en fonction de ce test, une valeur mobilière serait assujettie au régime du prospectus ou aux dispenses de prospectus prévues notamment par le Règlement 45-106. Les opérations sur les options et autres dérivés sur actions donneront lieu à des déclarations d'initiés.

À cet égard, nous tiendrons compte des dispositions des nouveaux articles 89.1 et 89.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, introduits par le projet de loi n° 29, qui parlent d'instrument financier lié et d'intérêt financier.

## Les entités réglementées

Les entités réglementées comprennent entre autres les Bourses, les chambres de compensation et les associations telles que l'ACCOVAM. Pour exercer des activités au Québec, ces entités devront, comme c'est le cas présentement, obtenir la reconnaissance ou l'autorisation de l'Autorité. Nous ne favorisons pas les dispenses, puisque la grande souplesse de cette procédure nous permet de tailler la décision sur mesure, selon le type d'entité, son modèle d'affaires, son type de clientèle, son territoire d'origine, etc.

Nous souscrivons pleinement au principe que le régulateur du territoire d'origine est le régulateur principal d'une entité. L'Autorité a publié en 2005 une instruction sur l'autorisation de Bourses étrangères qui nous servira de modèle dans le cas des entités étrangères. Nous sommes également parties des ententes de supervision des Bourses et des organismes d'auto réglementation au Canada et poursuivrons dans cette même voie.

L'approche par principes et l'auto certification des règles et des produits profiteront directement à ces entités. Qu'il s'agisse de reconnaissance ou bien de modifications de règles, une entité pourra démontrer sa conformité aux principes en fonction de ses caractéristiques propres plutôt que de répondre à une liste d'obligations précises. Nous croyons que cela favorisera l'innovation et la concurrence.

L'auto certification des règles et des produits permettra aux entités de contrôler davantage ses délais de mise en marché, par exemple. Cette façon de faire exigera cependant des entités des efforts importants. En effet, il ne sera pas suffisant de décrire, dans la documentation qui accompagne une nouvelle règle ou une modification, son effet ou son fonctionnement. Il sera requis de démontrer le respect des principes. Des analyses très complètes devront être produites.

Nous envisageons que le processus se déroule comme suit : l'entité qui désire modifier une règle ou en adopter une nouvelle publiera son projet pour une période de trente jours, sauf s'il s'agit de *house keeping* ou d'un nouveau produit et fera les modifications qui

s'imposent par la suite de la consultation. Ensuite, elle déposera la règle auprès de l'Autorité. Cette règle entrera en vigueur le jour de son dépôt ou bien au moment prévu dans la règle elle-même.

Dans un tel processus, l'Autorité continue de jouer pleinement son rôle, mais d'une manière différente. D'abord, il faut comprendre que l'auto certification est fondée sur des communications fluides entre elle et les entités réglementées. En pratique, le dépôt d'une nouvelle règle importante ou possiblement controversée ne serait jamais une surprise pour le personnel de l'Autorité des marchés financiers. C'est à la suite du dépôt que nous procéderons aux analyses nécessaires pour vérifier que les principes sont respectés.

Dans la négative, nous pourrions intervenir en vertu de pouvoirs que nous proposerons identiques à ceux dont nous disposons déjà : suspendre l'application d'une disposition, ordonner de la modifier, et même ordonner à une entité la conduite à tenir. Ces situations sont et continueront d'être rarissimes.

Parmi les principes qui seraient retenus, on peut mentionner l'accès qui doit être équitable tout en assurant la qualité des participants ou des membres.

La gouvernance des entités réglementées serait appuyée sur une instruction pour donner des exemples de structure ou de conditions, qui, à notre avis, permettent de respecter le principe. L'instruction pourra donner des exemples relatifs à la composition du conseil d'administration et des divers comités du conseil. Elle discutera sans doute des conflits d'intérêts et des moyens de les traiter ou de les éviter.

On conçoit facilement que la gestion des risques fasse partie des principes retenus, particulièrement pour les chambres de compensation. Comme nous entendons proposer que l'impartition soit permise, il sera mentionné que la responsabilité pour les fonctions imparties demeure à l'entité réglementée, qui devra donc mettre en place les mesures de contrôle requises.

## L'encadrement des intermédiaires

Dans le cadre de nos travaux, nous avons examiné la nécessité de créer des catégories spécifiques aux dérivés pour les courtiers et les gestionnaires de portefeuille. Compte tenu du mode de fonctionnement des marchés au Canada, nous avons rapidement conclu que cela n'était pas requis.

Nous profiterons largement de la réforme du régime d'inscription proposée par les ACVM qui est en cours, et ferons en sorte que l'encadrement des courtiers et des conseillers soit essentiellement celui proposé par le futur Règlement 31-103. Nous ferons en sorte que les modifications législatives adoptées dans le cadre de cette réforme trouvent écho dans la loi modèle.

Ainsi, le déclencheur de l'inscription serait l'exercice de l'activité (*business trigger*) et l'inscription serait permanente. Le cumul d'activités impliquerait le cumul des inscriptions, mais pas celui des droits à payer. Il pourra y avoir cumul en valeurs mobilières et en dérivés.

Les normes de conduite, la gestion des conflits d'intérêts et les assises financières seraient celles prévues par la réforme en cours. La réforme de l'inscription prévoit que les courtiers en placement doivent être membres de l'ACCOVAM. Les courtiers en dérivés y seraient également tenus. Nous porterons une attention particulière aux règles de cet organisme d'auto réglementation qui visent les dérivés pour prévoir les ajustements requis dans le cadre de la mise en place de la loi.

Nous nous sommes questionnés sur la nécessité d'avoir des catégories de courtiers d'exercice restreint. Présentement, nous ne croyons pas que de telles catégories, basées sur les produits, soient requises. Une catégorie de courtier sur les marchés dispensés, sur une base comparable à celle proposée dans le Règlement 31-103 pourrait cependant être proposée.

En valeurs mobilières, il est proposé que ce type d'intermédiaire puisse placer des titres sous une dispense de prospectus ou n'importe quelle valeur auprès d'investisseurs qualifiés.

Pour les personnes physiques, il nous semble que les cinq catégories d'inscription proposées dans 31-103 sont appropriées pour les dérivés : le représentant de courtier, le représentant-conseil, le représentant-conseil adjoint, la personne désignée responsable et le chef de la conformité.

Nous favoriserons une formation plus complète, notamment sur le plan des options sur actions, pour tous les représentants inscrits, pour qu'ils puissent offrir un service plus étendu à l'ensemble de leurs clients.

En ce qui a trait aux représentants-conseils et aux adjoints, des exigences spécifiques de préparation professionnelle comme celles prévues par l'instruction générale Q-9 devraient demeurer, tout en adoptant l'approche de la réforme de l'inscription, c'est-à-dire une exigence de réussir un examen plutôt qu'un cours. Elles pourraient cependant être reprises directement dans le Règlement 31-103. Les discussions à cet égard devraient se tenir ce printemps.

### **Autres dispositions**

Le modèle de loi devrait présenter diverses autres dispositions, qu'il s'agisse des sanctions, de pouvoirs de l'Autorité de faire des inspections, des blocages ou du rôle du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières. Ces dispositions devraient s'inspirer de celles qui apparaissent aux diverses lois que l'Autorité applique.

## **Conclusion**

Nous travaillons intensément à développer les divers aspects d'une loi modèle, de règlements et d'instructions pour consultation plus tard cette année. Comme vous avez pu le constater de ma présentation, beaucoup de travail reste à faire. Nous sommes à établir les divers contenus plus en détail afin de procéder à la rédaction requise.

Nous sommes convaincus que les marchés de dérivés profiteraient d'un encadrement moderne adapté à leurs besoins. Nous comptons également sur la poursuite des consultations et les commentaires de tous les secteurs de l'industrie pour nous assister et nous alimenter dans la réalisation de cette tâche. Nous comptons être en mesure de publier des textes vers la fin du second trimestre de 2007.

Merci de votre attention.