



International Swaps and Derivatives Association, Inc.  
360 Madison Avenue, 16<sup>th</sup> Floor  
New York, NY, 10017  
United States of America  
Telephone: (212) 901-6000  
Facsimile: (212) 901-6001  
email: [isda@isda.org](mailto:isda@isda.org)  
website: [www.isda.org](http://www.isda.org)

Le 27 juillet 2006

**PAR COURRIEL ET PAR LA POSTE**

**Autorité des marchés financiers**

Tour de la Bourse  
800, Square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246  
Montréal (Québec) H4Z 1G3

À l'attention de : Me Anne-Marie Beaudoin  
Directrice du secrétariat

**Objet : Commentaires sur le document du 1<sup>er</sup> mai 2006 de l'Autorité des marchés financiers intitulé *Encadrement des marchés des dérivés au Québec***

---

Mesdames, Messieurs,

L'International Swaps and Derivatives Association, Inc. (l'« **ISDA** »)<sup>1</sup> est reconnaissante de pouvoir, par la présente lettre, soumettre ses commentaires sur le document de discussion du 1<sup>er</sup> mai 2006 de l'Autorité des marchés financiers (l'« **Autorité** ») intitulé *Encadrement des marchés des dérivés au Québec*, qui a été publié aux fins de commentaires le 25 mai 2006 (le « **document** »).

---

<sup>1</sup> L'ISDA, qui représente des participants du secteur des dérivés négociés de gré à gré, est la plus grande association commerciale du secteur financier dans le monde, compte tenu du nombre de membres. Constituée au moyen d'une charte en 1985, l'ISDA compte actuellement plus de 725 institutions membres réparties dans 50 pays, sur six continents. Elle compte parmi ses membres la plupart des grandes institutions du monde qui effectuent des opérations sur dérivés négociées de gré à gré ainsi qu'un grand nombre des entreprises, entités gouvernementales et autres utilisateurs finaux qui ont recours aux dérivés hors cote pour gérer efficacement les risques liés aux marchés des capitaux inhérents à leurs principales activités financières. De plus amples renseignements sur l'ISDA et ses activités figurent sur le site Web de cette association à [www.isda.org](http://www.isda.org).

Les commentaires de l'ISDA se limitent aux parties du document qui traitent des opérations sur dérivés hors cote (les « **dérivés hors cote** »).

L'ISDA loue le travail considérable accompli par l'Autorité pour produire le document. Il s'agit du rapport le plus complet sur la réglementation des dérivés ayant été publié au Canada. L'ISDA appuie également la proposition générale énoncée dans le document suivant laquelle l'autorité de réglementation ne devrait intervenir que lorsque des produits dérivés sont offerts aux investisseurs de détail ou lorsqu'il y a fraude ou manipulation de marché<sup>2</sup>.

Pour les raisons exposées ci-après, l'ISDA est d'avis que l'approche de l'Autorité en matière de réglementation des dérivés entravera inutilement le fonctionnement des grands marchés financiers sur lesquels les dérivés hors cote sont négociés. L'ISDA note que le document a été publié aux fins de commentaires à la même date (soit le 25 mai 2006) que celle à laquelle l'Ontario Commodity Futures Act Advisory Committee (le « **comité consultatif ontarien** ») a remis son rapport intermédiaire au ministre Gerry Phillips, ministre des Services gouvernementaux et ministre chargé de la réglementation des valeurs mobilières (le « **rapport ontarien** »)<sup>3</sup>. Bien que l'ISDA entende soumettre des commentaires au comité consultatif ontarien sur certains détails du rapport ontarien, elle appuie l'approche recommandée par celui-ci pour la réglementation des dérivés hors cote, comme il est décrit plus amplement ci-après.

## 1. Aperçu des commentaires et recommandation

Pour les motifs exposés ci-après, l'ISDA est d'avis que le rapport ontarien devrait servir de référence pour la réglementation des dérivés hors cote au Canada. Par conséquent, elle prie l'Autorité de réétudier son approche en matière de réglementation des dérivés hors cote et de la rendre conforme à cette référence. Tout particulièrement, l'ISDA prie l'Autorité de formuler une définition beaucoup plus ciblée des dérivés hors cote (comme il est décrit ci-après) et d'exercer un pouvoir de réglementation uniquement à l'égard des contrats sur dérivés hors cote conclus avec une catégorie définie de « clients de détail » (*retail customers*) relativement à des produits dérivés utilisés comme placements, et qui ne sont pas autrement réglementés comme produits bancaires ou par d'autres autorités de réglementation spécialisées, ou en cas d'utilisation de dérivés pour commettre une fraude touchant des valeurs mobilières ou manipuler le marché des valeurs mobilières. L'Autorité ne devrait pas tenter d'étendre la réglementation des valeurs mobilières aux autres dérivés. L'application des concepts de « prospectus » et d'« inscription » aux dérivés hors cote est irréalisable et crée de la confusion pour les participants au marché des dérivés hors cote.

L'ISDA est d'avis que l'adoption par l'Autorité de l'approche beaucoup plus ciblée en matière de réglementation décrite dans le rapport ontarien est essentielle pour permettre aux institutions financières et aux parties contractantes du Québec de continuer de participer activement aux marchés des dérivés canadiens et internationaux.

---

<sup>2</sup> Voir la page iv.

<sup>3</sup> *Interim Report to Minister Gerry Phillips, Minister of Government Services and Minister responsible for securities regulation*

## 2. Discussion détaillée

### A. Problèmes soulevés par des définitions trop larges

L'ISDA est d'avis que l'approche que propose le document pour la définition et la réglementation des dérivés, soit de tout inclure et de prévoir des exclusions (l'« **approche d'inclusion globale** »), comporte des lacunes fondamentales et devrait être abandonnée.

L'Autorité ne devrait réglementer que le segment du marché des dérivés qu'il convient de réglementer, soit les opérations sur produits dérivés conclues par des clients de détail au titre d'un placement, ou en cas d'utilisation de dérivés pour commettre une fraude à l'égard de valeurs mobilières ou manipuler le marché des valeurs mobilières.

L'approche d'inclusion globale présente un certain nombre de problèmes fondamentaux qui sont bien documentés dans le rapport ontarien :

1. Elle ne tient pas compte du fait que les dérivés hors cote ont des caractéristiques qui diffèrent fondamentalement de celles des valeurs mobilières<sup>4</sup>.
2. Elle fait abstraction des différences pratiques majeures entre l'utilisation de dérivés « sur mesure » négociés de gré à gré par deux parties contractantes comme outils de gestion des risques pour couvrir les risques de change, les risques de crédit, les risques liés aux taux d'intérêt et les autres risques financiers ou commerciaux, et l'utilisation de dérivés négociés en bourse comme instruments de spéculation financière, utilisation qui peut soulever certains problèmes de réglementation particuliers (p. ex., la manipulation de marché et la fraude)<sup>5</sup>.
3. Elle ne tient pas compte du fait que la plupart des dérivés hors cote sont fondamentalement des produits bancaires assujettis à la compétence exclusive du fédéral en matière d'opérations bancaires. Par conséquent, une réglementation de ce type soulèvera toute une série de sérieux problèmes constitutionnels, à moins que des exclusions ou des dispenses détaillées ne soient prévues pour les dérivés hors cote qui sont des produits bancaires. De telles exclusions ou dispenses finiraient par exclure d'une définition large la vaste majorité des produits dérivés hors cote.
4. Elle ne tient pas compte du fait que le marché des dérivés hors cote s'est déjà doté de contrôles internes détaillés, d'une gestion des risques saine et sécuritaire et de pratiques en matière de négociation qui sont prudentes, qui, à tout le moins sur le marché autre que de détail, réduisent considérablement la nécessité d'une intervention de nature réglementaire.

---

<sup>4</sup> Le document note également cette distinction fondamentale. Voir, à titre d'exemple, les pages 5 et 21.

<sup>5</sup> Le document note également ces différences pratiques. Voir, à titre d'exemple, la page 21.

5. Elle englobera sans discrimination une vaste série de contrats commerciaux de couverture d'opérations effectuées au niveau des consommateurs et au niveau du détail et, potentiellement, les contrats d'assurance, dont aucun ne devrait être assujéti à une réglementation semblable à celle applicable aux valeurs mobilières (et qui sont, le cas échéant, soumis à une autre réglementation pertinente).
6. Elle est source de confusion et d'incertitude pour les participants au marché hors cote quant à savoir quels sont les produits et participants qui sont réglementés et quels sont ceux qui ne le sont pas.
7. Par conséquent, elle pourrait se révéler beaucoup moins efficace qu'une approche plus ciblée de réglementation des opérations qui pourraient nécessiter une intervention de nature réglementaire spécifique, soit les contrats de placement conclus avec des clients de détail qui sont assortis d'un dérivé et qui ne sont pas par ailleurs visés par la réglementation aux termes des lois sur les banques ou sur les valeurs mobilières (ou, comme il est question ci-après, aux termes de la *Loi sur la protection du consommateur* du Québec).

#### **B. Nécessité d'une approche « sur mesure » de la réglementation des dérivés hors cote**

L'ISDA a soumis des commentaires sur l'approche d'inclusion globale énoncée dans le projet de loi uniforme sur les valeurs mobilières (les « **propositions de législation uniforme en valeurs mobilières** »)<sup>6</sup> pour la réglementation des dérivés hors cote. Ces commentaires sont également pertinents en ce qui a trait au document. La lettre de commentaires de l'ISDA datée du 10 mai 2004 (la « **lettre de commentaires sur la législation uniforme en valeurs mobilières** ») sur les propositions de législation uniforme en valeurs mobilières est jointe aux présentes.

L'ISDA prie l'Autorité de tenir compte des différences très importantes qui existent entre les valeurs mobilières et les produits dérivés hors cote en ce qui a trait à leur nature et à leurs caractéristiques. Les valeurs mobilières sont des instruments servant à effectuer des placements et à lever des capitaux. Les dérivés hors cote sont des contrats synallagmatiques négociés de gré à gré conclus principalement aux fins de la gestion de risques. Les exigences de prospectus et d'inscription qui sont à la base de la réglementation des valeurs mobilières ne sont tout simplement pas adaptées aux produits dérivés hors cote. Comme il est indiqué dans la lettre de commentaires sur la législation uniforme en valeurs mobilières :

[TRADUCTION] « *Comment la conformité aux exigences de prospectus et d'inscription est-elle possible pour un contrat synallagmatique en vertu duquel les deux parties ont des obligations continues de paiement? Logiquement, si l'une des parties est un « émetteur », l'autre l'est aussi; il n'existe aucun fondement logique pour les distinguer. Obliger chacune des*

---

<sup>6</sup> Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*, 2003.

*parties à respecter des exigences prévues par la réglementation à l'égard de la même opération ne protège les intérêts d'aucune des parties.<sup>7</sup> »*

Plutôt que de superposer des exigences de prospectus et d'inscription et des dispenses inappropriées sur le marché des dérivés hors cote, l'Autorité devrait examiner la possibilité de n'exiger que la livraison d'un document d'information sur mesure à une catégorie définie de « clients de détail » (*retail customers*) utilisant des produits dérivés hors cote. Ce document d'information pour les opérations de détail devrait contenir une description claire, concise et simple du produit dérivé hors cote pertinent, de l'instrument sous-jacent duquel le produit est dérivé et des risques particuliers inhérents à chacun.

Le document d'information sur mesure serait utilisé pour l'ensemble des produits dérivés hors cote pertinents offerts à la catégorie définie de « clients de détail » et pourrait être soumis à une procédure d'examen et d'approbation préalables des autorités réglementaires. Toutefois, à la différence d'une divulgation par voie de prospectus, ce document ne devrait pas avoir à être approuvé à nouveau pour chaque produit ou opération, et ne devrait pas donner lieu à de quelconques exigences en matière d'information continue. En cas de changements importants au document d'information, ces changements devraient être approuvés par les autorités réglementaires, et le document modifié devrait être délivré aux clients de détail qui doivent en recevoir copie.

Conformément à cette approche ciblée, l'ISDA prie également l'Autorité d'éliminer la notion de « conclusion d'un dérivé » de la nouvelle définition du terme « opération visée » adoptée pour le Québec en vertu de l'article 1.6 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*. L'ISDA croit comprendre que la nouvelle définition du terme « opération visée » a été incluse par l'Autorité afin d'harmoniser la législation en valeurs mobilières québécoise (qui ne définissait pas le terme « opération visée ») avec la législation en valeurs mobilières des autres territoires canadiens. Toutefois, l'ajout à la définition québécoise d'« opération visée » du terme « dérivé », qui n'est pas par ailleurs défini, est unique au Québec, est inutile et crée actuellement divers problèmes de conformité non résolus pour le marché des dérivés hors cote au Québec.

Le régime d'inscription des courtiers et des conseillers en valeurs qui est adapté au marché des valeurs mobilières ne devrait pas s'appliquer au marché des dérivés. Le rapport ontarien précise que si l'inscription devait être exigée, elle devrait [TRADUCTION] « être assez souple pour permettre à des intermédiaires spécialisés dans certains aspects limités du marché des dérivés de participer à celui-ci <sup>8</sup> ». Toutefois, exiger l'inscription risque de miner la liquidité et la disponibilité de ces importants outils de gestion des risques pour les institutions qui en ont le plus grand besoin. La signification du terme « agir à titre d'intermédiaires » (*intermediate*) dans le cadre d'opérations sur dérivés hors cote négociées de gré à gré n'est pas claire. Dans la mesure où elle désigne les parties qui prennent une position dans le cadre d'une opération sur dérivés hors cote et qui concluent immédiatement après une opération de sens inverse, l'exigence d'inscription s'appliquerait à des milliers d'entreprises de services financiers déjà assujetties à une réglementation détaillée. Il ne serait certainement pas avantageux d'ajouter un

---

<sup>7</sup> Lettre de commentaires sur la législation uniforme en valeurs mobilières, page 4 (en anglais seulement).

<sup>8</sup> Rapport ontarien, page 48 (en anglais seulement).

autre niveau de réglementation pour de telles entreprises. De façon plus fondamentale encore, comme les dérivés hors cote sont des opérations négociées de gré à gré dans lesquelles chacune des parties agit à la fois pour son propre compte et à titre de partie contractante par rapport à l'autre, il est difficile de concevoir un régime réglementaire visant des « intermédiaires » qui aurait une quelconque utilité.

Le marché des dérivés hors cote s'est doté de contrôles internes détaillés, d'une gestion des risques saine et sécuritaire et de pratiques en matière de négociation prudentes, qui évoluent continuellement au sein de l'industrie et qui sont largement respectés. Un bon exemple de ce qui précède est l'élaboration d'une documentation type pour les opérations sur dérivés hors cote comme la documentation de l'ISDA.

L'autorité de réglementation a un rôle essentiel à jouer sur le marché des dérivés mais la réglementation du marché des dérivés hors cote, plus particulièrement, devrait être axée sur les risques et devrait cibler uniquement les éléments précis qui préoccupent les autorités de réglementation, dont le besoin de protéger certains types de clients sur le marché en croissance des produits hors cote de détail qui constituent des placements et la nécessité de prévenir la manipulation des marchés des valeurs mobilières et la fraude sur ceux-ci.

### C. Nécessité d'une définition ciblée des dérivés hors cote

En raison de ses lacunes importantes, l'approche d'inclusion globale risque de rater la cible qui devrait justement être visée par une réglementation de l'Autorité, soit certains types précis de contrats sur dérivés fondés sur des valeurs mobilières conclus aux fins de placement par une catégorie donnée de « clients de détail ». Une approche prévoyant une définition ciblée des dérivés hors cote atteindrait cette cible (l'« **approche ciblée** »).

À cet égard, l'ISDA appuie entièrement la recommandation du comité consultatif ontarien suivant laquelle :

[TRADUCTION] « la législation devrait définir le terme « dérivés » aux fins de la réglementation des valeurs mobilières au moyen d'une énumération des types de contrats visés incluant une liste des « contrats semblables ». Les contrats conclus avec un « client de détail » définiraient l'étendue de la compétence de la CVMO.<sup>9</sup> »

La souplesse que le document attribue à l'approche d'inclusion globale est également une caractéristique de l'approche ciblée puisque, comme il est indiqué dans le rapport ontarien, la définition serait assortie d'une clause omnibus :

[TRADUCTION] « englobant les ententes semblables et permettant d'inclure toute nouveauté éventuelle sur les marchés. L'autorité de réglementation pourrait également se voir conférer le pouvoir de désigner certains contrats précis s'ils sont visés par une catégorie de contrats semblables. Autrement dit, le terme « dérivé », ou tout autre terme utilisé pour définir les contrats, doit

---

<sup>9</sup> Rapport ontarien, page 40 (en anglais seulement).

*être défini au moyen d'exemples. Tenter de créer une définition générique rendrait la définition trop large. »*

Le projet de loi sur les dérivés devrait également contenir une définition du terme « client de détail » afin que l'application des règles soit mieux ciblée. À cet égard, le rapport ontarien note ce qui suit :

[TRADUCTION] « *Le gouvernement devrait donner des consignes relativement à la définition de « client de détail ». S'il est possible de le faire, il serait plus approprié de définir un marché de détail en décrivant en quoi il consiste (définition positive) plutôt qu'en indiquant ce qu'il n'est pas (définition négative, p. ex. les contrats entre participants admissibles).* »

L'ISDA appuie également les conclusions du rapport ontarien suivant lesquelles les avantages découlant d'une certitude sur le plan de la réglementation et des compétences sont supérieurs à ceux découlant d'une compatibilité avec la législation d'autres territoires comme la Colombie-Britannique et l'Alberta, ainsi qu'avec les propositions de législation uniforme en valeurs mobilières qui privilégient l'approche d'inclusion globale. Comme il est indiqué dans le rapport ontarien, l'approche d'inclusion globale a également été privilégiée dans le projet de règle ontarien<sup>10</sup>. Toutefois, le ministre des Finances de l'Ontario a refusé d'adopter ce projet de règle et l'a renvoyé à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO »)

[TRADUCTION] « *afin que celle-ci étudie de façon plus approfondie la nécessité de la règle, en vérifiant plus particulièrement si les coûts et les autres restrictions applicables aux participants du marché sont justifiés compte tenu des objectifs de la règle, et qu'elle évalue si les objectifs de la Commission en ce qui concerne la réglementation des dérivés hors cote peuvent être atteints au moyen d'une règle qui identifie les catégories spécifiques d'opérations et de parties connexes devant être réglementées plutôt qu'en assortissant la Loi sur les valeurs mobilières de dispositions qui s'appliquent à toutes les opérations sur dérivés hors cote et en prévoyant des dispenses de l'application de ces dispositions. Le ministre a indiqué qu'un examen plus détaillé de la nature et de l'étendue des problèmes de divulgation dans les opérations sur dérivés hors cote de détail serait utile pour établir l'approche à adopter.*<sup>11</sup> »

Le rapport ontarien note également que l'utilisation de l'approche d'inclusion globale dans la loi américaine intitulée *Commodity Futures Modernization Act of 2000* (la « CFMA »), modifiant la loi intitulée *Commodity Exchange Act* (la « CEA »), a produit [TRADUCTION] « *une loi complexe en raison de l'incertitude créée par certaines définitions larges contenues dans la CEA* », nécessitant des exclusions complexes pour les produits bancaires.

---

<sup>10</sup> Projet de règle 91-504 de la CVMO sur les dérivés hors cote.

<sup>11</sup> CVMO, Avis de la demande du ministre des Finances pour un examen plus approfondi (*Notice of Minister of Finance Request for Further Consideration*)- règle 91-504 sur les dérivés hors cote de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 1<sup>er</sup> décembre 2000.

L'ISDA prie l'Autorité d'abandonner l'approche d'inclusion globale et d'adopter l'approche ciblée recommandée dans le rapport ontarien. L'approche ciblée éliminerait la nécessité de formuler des exclusions détaillées des divers produits bancaires, financiers et commerciaux qui ne relèvent pas du pouvoir de réglementation de l'Autorité. L'adoption par le Québec et l'Ontario d'une approche ciblée uniforme assurerait une clarté et une certitude sur le plan juridique et des compétences sur les plus importants marchés des dérivés hors cote du Canada. Une telle approche permettrait à l'Autorité d'atteindre ses deux objectifs, soit la protection des investisseurs et la protection de l'intégrité et de l'efficacité des marchés financiers.

#### **D. Autres précisions requises**

Sous réserve de certaines exceptions limitées, la *Loi sur la protection des consommateurs* du Québec (la « LPC ») s'applique à tous les contrats de produits ou de services, ou des deux, conclus entre un consommateur et un commerçant au Québec. La LPC prévoit une bonne protection pour les consommateurs, notamment en autorisant un tribunal à annuler les contrats dont les conditions sont « excessives, abusives ou exorbitantes » pour le consommateur, en réglementant de façon détaillée les commerçants itinérants et en assurant la divulgation adéquate de tous les contrats de crédit.

Certains types de contrats, comme les opérations régies par la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec (la « LVM »), les contrats d'assurance et les contrats de vente d'électricité ou de gaz par un distributeur réglementé<sup>12</sup>, sont exclus de l'application de la totalité ou d'une partie de la LPC. Ces types de contrats de consommation sont probablement exclus en raison du fait que le législateur considère qu'ils sont mieux réglementés par l'autorité de réglementation spécialisée en cause et juge que la protection conférée par les lois d'application particulière est suffisante pour protéger les consommateurs dans ces situations.

Si une nouvelle loi sur les dérivés devait être adoptée au Québec, il est probable que la LPC serait modifiée de sorte à ne pas s'appliquer aux dérivés conclus avec des consommateurs auxquels la nouvelle loi sur les dérivés s'appliquerait (conformément à l'approche adoptée dans la LPC quant aux opérations sur valeurs mobilières). Si la nouvelle loi sur les dérivés devait inclure une définition trop large des dérivés, tout contrat de consommation général prévoyant la livraison future d'un produit (même s'il ne s'agit pas d'un placement ou d'un contrat de vente de gaz ou d'électricité) à un prix convenu au moment de la conclusion du contrat serait assujéti à l'application de la nouvelle loi sur les dérivés et ne bénéficierait plus de la protection conférée par la LPC. À notre avis, une telle situation ne serait pas souhaitable puisque ces contrats, qui ne comportent aucune des caractéristiques propres à un placement et qui ne sont clairement pas conclus dans le but de manipuler le marché ou de commettre une fraude à l'égard des valeurs mobilières, sont mieux réglementés par la législation sur la protection des consommateurs et par l'Office de la protection du consommateur.

---

<sup>12</sup> Soit les contrats de vente d'électricité ou de gaz par un distributeur au sens de la *Loi sur la Régie de l'énergie* (chapitre R-6.01), par Hydro-Québec créée par la *Loi sur Hydro-Québec* (chapitre H-5), par une municipalité ou par une coopérative constituée en vertu de la *Loi de l'électrification rurale* (1945, chapitre 48).



Comme il est indiqué dans le rapport ontarien, une définition ciblée des dérivés hors cote devrait également préciser que les contrats hors cote ne sont pas des contrats d'assurance ni des contrats de jeu illégaux<sup>13</sup>.

L'ISDA note également que le document ne traite aucunement des problèmes importants liés à la protection des droits contractuels relativement aux dérivés hors cote. À cet égard, l'ISDA appuie la recommandation du comité consultatif ontarien suivant laquelle la nouvelle loi sur les dérivés devrait comprendre des dispositions qui reconnaissent spécifiquement le caractère exécutoire des droits contractuels dans les contrats sur dérivés hors cote, malgré la non-conformité aux exigences réglementaires visant les dérivés hors cote, et qui protègent les droits de résiliation, de compensation et d'exécution de façon générale<sup>14</sup>.

### 3. Conclusion

Le marché des dérivés hors cote s'est déjà doté de contrôles internes détaillés, d'une gestion des risques saine et sécuritaire et de pratiques en matière de négociation prudentes. L'ISDA prie l'Autorité de ne pas adopter l'approche d'inclusion globale recommandée dans le document et d'exercer son pouvoir de réglementation uniquement à l'égard des contrats sur dérivés hors cote ciblés conclus avec une catégorie définie de « clients de détail » relativement aux produits dérivés utilisés comme placements, et qui ne sont pas autrement réglementés comme produits bancaires ou par d'autres autorités de réglementation spécialisées, ou en cas d'utilisation de dérivés pour commettre une fraude touchant des valeurs mobilières ou manipuler le marché des valeurs mobilières.

L'ISDA est d'avis que l'Autorité et la CVMO, de concert avec les autres autorités canadiennes en valeurs mobilières, ont une occasion sans précédent d'adopter une approche uniforme, ciblée, fondée sur les risques et progressive en ce qui concerne la réglementation des dérivés au Canada, et ce, en vue de faciliter, plutôt que d'entraver, le futur fonctionnement de ce secteur si vital.

*« Nous voulons doter le Québec d'instruments réglementaires modernes et souples pouvant accompagner ce secteur en constante évolution, tout en tenant compte de la réalité des marchés canadiens et nord-américains »,* a indiqué le président-directeur général de l'Autorité, Jean St-Gelais, dans son communiqué de presse du 25 mai 2006, qui annonçait la publication du document. L'ISDA appuie entièrement cet objectif mais croit qu'en ce qui concerne les dérivés hors cote, cet objectif ne peut être atteint que si l'Autorité adopte une approche ciblée de la réglementation, conforme à l'approche de référence du comité consultatif ontarien, et qu'elle tient compte des distinctions fondamentales qui existent entre les dérivés hors cote négociés de gré à gré et les titres et dérivés négociés en bourse.

Si elle perd de vue cet objectif et adopte plutôt une approche large de la réglementation des opérations sur dérivés sur le marché québécois, l'Autorité risque de créer un environnement d'incertitude occasionnant des coûts élevés en matière de conformité pour les opérations sur dérivés hors cote au Québec. En bout de ligne, un tel environnement freinerait l'innovation sur

---

<sup>13</sup> Rapport ontarien, page 44 (en anglais seulement).


<sup>14</sup> Rapport ontarien, page 53 (en anglais seulement).

le plan financier et dissuaderait les intermédiaires financiers de faire affaire au Québec, privant ainsi les parties contractantes du Québec d'un accès local à ces instruments financiers importants et les intermédiaires financiers du Québec d'occasions d'affaires considérables. On assisterait inévitablement à une marginalisation du marché des dérivés du Québec, dont la Bourse de Montréal est le pilier moderne et progressif.

Nous sommes confiants que l'Autorité saura réglementer comme il convient le marché des dérivés et qu'elle tiendra compte de nos préoccupations au moment de rédiger la législation sur les dérivés au Québec. Nous restons à l'entière disposition de l'Autorité pour travailler avec elle afin d'atteindre notre objectif commun, à savoir, une réglementation moderne et souple qui renforcera le marché des dérivés au Québec au lieu de le marginaliser.

Nous vous prions d'agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos sentiments distingués.

François Bourassa



Président du comité de direction  
canadien de l'ISDA

Premier Vice-président, Produits structurés et transactions,  
Financière Banque Nationale Inc.  
([francois.bourassa@tres.bnc.ca](mailto:francois.bourassa@tres.bnc.ca))

c. c. M<sup>me</sup> Katherine Tew Darras ([kdarras@isda.org](mailto:kdarras@isda.org)), ISDA

**Lettre de commentaires de l'ISDA du 10 mai 2004**  
**sur les propositions de législation uniforme en valeurs mobilières**

# ISDA

International Swaps and Derivatives Association, Inc.  
360 Madison Avenue, 16th Floor  
New York, NY 10017  
United States of America  
Telephone: 1 (212) 901-6000  
Facsimile: 1 (212) 901-6001  
email: [isda@isda.org](mailto:isda@isda.org)  
website: [www.isda.org](http://www.isda.org)

**BY E-MAIL AND REGULAR MAIL**

May 10, 2004

Ms. Jane Brindle, Legal Counsel  
Alberta Securities Commission  
4th Floor, 300 - 5th Avenue S.W.  
Calgary AB T2P 3C4  
[jane.brindle@seccom.ab.ca](mailto:jane.brindle@seccom.ab.ca)

**Re: Consultation Drafts: Uniform Securities Act and Model  
Securities Administration Act**

The International Swaps and Derivatives Association, Inc. (**ISDA**)<sup>1</sup> is pleased to submit this comment letter on the consultation draft of the Uniform Securities Act (**Act**). ISDA appreciates the opportunity to provide these comments.

ISDA's comments are restricted to those parts of the Act dealing with derivatives transactions. Our comments should not be taken as suggesting any support by our members for this draft legislation generally or any other specific aspects of it.

For the reasons set out below, ISDA believes that the Canadian Securities Administrators' (CSA) regulatory approach to derivatives will unnecessarily impede the important financial markets in which derivatives operate. As ISDA stated in its comment letter of April, 2003 on the draft Concept Proposal, there is no policy or practical justification for regulating privately negotiated derivatives transactions as if they were securities. Specific regulation that targets those few areas in which these products impact securities markets is the only sensible regulatory approach. In addition, the Act is fundamentally flawed in several respects. First, the concept of applying prospectus and registration requirements to contracts under which both

---

<sup>1</sup> The International Swaps and Derivatives Association, Inc. is the global trade association representing leading participants in the privately negotiated derivatives industry, a business which includes interest rate, currency, commodity, credit and equity swaps, as well as related products such as caps, collars, floors and swaptions. ISDA was chartered in 1985, and today numbers over 600 member institutions from 46 countries on six continents. ISDA's members include most of the world's major institutions who deal in and leading end users of privately negotiated derivatives, as well as associated service providers and consultants.

parties have on going payment obligations is unworkable as it is not clear who is the issuer and who is the purchaser (in a sense, both parties are both issuer and buyer). Second, the definition of derivative adopted in the Act is far too broad. Third, the relationship between insider reporting and trading laws as they apply to derivatives (e.g., related financial instruments) and their concurrent treatment as securities is confusing.

### **A uniform approach is important**

The Act proposes to bring over-the-counter derivatives within the scope of the legislation in all provinces except Ontario. In Ontario, the legislation will not apply to derivatives, but the regulators will seemingly have a wide discretion to regulate derivatives through their rule-making power. While neither approach is justifiable, having two or more different approaches within the relatively small Canadian market creates unnecessary impediments to the efficient operation of this market.

### **There is no regulatory justification for regulating the derivatives market**

The growth in the use of privately negotiated derivatives transactions has been instrumental in reducing risks arising from traditional commercial and financial activities. All such activities give rise to a host of risks, many of which could not be hedged or managed in an efficient manner, if at all, without the use of derivatives transactions. Derivatives are also significant activities of banks and securities firms, as both end-users and dealers. Although such transactions are sometimes complex, they do not introduce risks of a fundamentally different kind, or of a greater scale, than those that exist in the financial and commercial activities that they are designed to manage. Privately negotiated derivatives transactions are not primarily used as an independent medium of investment. Therefore, ISDA believes that an appropriate legislative and regulatory objective should be to facilitate the use of such privately negotiated transactions to manage risks in a safe and sound manner. Doing so means that regulation should be restricted only to those areas where there is a demonstrated need to regulate in order to protect capital markets.

An approach to regulation which treats privately negotiated financial bilateral contracts as if they were securities, but then exempts a wide swath of those transactions, based on a complex set of rules for identifying sophisticated parties, will increase legal uncertainty and the cost of entering into privately negotiated derivatives transaction in Canada. The principles underlying the approach reflected in the Act seem to be based on unsupported assertions that derivatives are inherently more risky than the activities whose risks they manage and that the use of privately negotiated derivatives gives rise to unique problems requiring regulatory solutions.

### **Regulatory intervention is not justified**

The Canadian Securities Administrators have not cited any evidence that there is a specific problem requiring a regulatory solution at this time, or that the purposes behind securities regulation (to provide protection to investors from unfair, improper or fraudulent practices and to foster fair and efficient capital markets) are not being met with respect to privately negotiated derivatives transactions. Where derivatives are used as a medium of investment and have the characteristics of traditional securities, they will fall within existing securities laws, and will be subject to existing exemptions. There is no intuitive securities law rationale or justification for a regulatory approach that subjects all privately negotiated derivatives transactions to a securities law regulatory scheme, just as bank loans are not seen as subject to securities laws.

The Ontario Minister of Finance rejected the proposed Ontario rule with respect to over-the-counter derivatives for the very reason that it did not take the targeted approach of dealing only with those aspects of the market where there was a demonstrated need for regulation. ISDA urges the CSA to follow this approach.

### **Regulatory approach will cause significant burdens**

ISDA is concerned that a complicated, broad-based regulatory regime that is actually targeted at a small subset of all transactions and participants will have unintended adverse consequences, and will unnecessarily burden all market participants. According to U.S. Federal Reserve Chairman Alan Greenspan, "a government regulatory framework designed to protect retail investors from fraud ... is unlikely to be necessary - and is almost sure to be suboptimal - if applied to a market in which large institutions transact on a principal to principal basis."

Given that privately negotiated derivatives transactions are primarily entered into by institutional or other sophisticated investors who are capable of evaluating their suitability, merits and risks, ISDA believes that the regulatory burdens imposed by a rule that assumes these transactions are subject to securities laws will simply increase costs as counterparties will be forced to obtain legal advice in order to comply with the requirements and in certain cases will be forced to involve a third-party dealer in the transaction. By imposing unnecessary regulatory hurdles to engaging in what is already a business that has extensive internal controls, safe and sound risk management and prudent dealing practices would cause certain dealers to no longer be able to compete, lowering the level of financial innovation, while at the same time raising the financial costs of entering into derivatives transactions for Canadian companies.

Any additional costs will tend to discourage foreign entities from doing business with Canadian counterparties, particularly in smaller Canadian markets, resulting in less liquid, less competitive and less efficient financial and capital markets in Canada. Given

that no other major jurisdiction, such as the United States or the United Kingdom, has similar requirements (and given the portability of these types of transactions), ISDA believes that ultimately transactions will simply move offshore, depriving users of derivatives located in Canada of local access to these important financial instruments and depriving Canadian dealers of a significant opportunity to generate business revenues. The serious consequences of legal uncertainty are evidenced by the effects of uncertainty in the U.S. in the 1980's and 1990's surrounding the potential applicability of the *Commodity Exchange Act* to swap transactions, which caused many swap participants to book certain transactions offshore.

The proposed deviations from international regulatory standards are based on the assumption that derivatives transactions present unique problems that can be addressed through regulatory solutions. This assumption is not supported by the realities of the global activities in privately negotiated derivatives transactions. In the many years in which ISDA has been commenting to Canadian securities administrators in the context of various attempts to regulate derivatives, those administrators have never offered any evidence or examples of effects on Canadian capital markets that would justify bringing derivatives transactions that are not securities on any traditional definition within the scope of securities laws.

ISDA questions, in particular, a legislative approach which will essentially allow each securities administrator to define its own jurisdiction with respect to derivatives given that they are not securities and that there is no regulatory imperative requiring their regulation.

### **Method of regulation inappropriate**

Even if there were some regulatory justification for dealing with over the counter derivatives transactions within the context of securities laws, the approach adopted in the Act is deeply flawed.

First, although we expect regulators will provide for relatively wide exemptions, presumably there will be situations that require compliance. If so, how is compliance with prospectus and registration requirements possible for a bilateral contract under which both parties have similar ongoing payment obligations? Logically, if one party is an "issuer" then so is the other; there is no logical basis to distinguish between them. Requiring each to comply with regulatory requirements with respect to the same transaction protects neither party's interests.

Secondly, the definition of "derivative" adopted is over broad. On its face it covers a broad range of commercial transactions, including sales of goods and commercial loans. The fact that the drafters were driven to such a broad definition serves to emphasize

that these transactions are essentially not securities. The following list illustrates a few of the specific drafting flaws.

- The definition includes, for example, a right or obligation to make or take future delivery of “any other thing or interest if a unit of that thing or interest is naturally or by custom treated as the equivalent of any other unit”.
  - How does one take delivery of “an interest” even assuming one could identify what an “interest” is?
  - Many commercial and consumer products are fungible items (eg boxes of a kind of cereal are pretty much like any other box of the same kind of cereal). Are contracts to buy cereal, or have milk delivered door-to-door, derivatives?
  - If what is meant are “commodities”, then just say “commodities”. Courts have had no difficulty in identifying them.
- A right or obligation to make or take future delivery of a security is a derivative according to the definition. The legislation already regulates agreements to make or take delivery of securities as trades in the underlying securities themselves. There is no need to regulate them separately as derivatives.
- A right or obligation to make or take future delivery of cash if the amount of cash is derived from or by reference to a variable, including commodity prices, interest rates or any index or benchmark.
  - This would include any fixed or variable rate loan, line of credit and many other commercial transactions.
  - “Benchmark” is particularly wide.

To give the definition any sensible meaning will require a contextual approach to interpretation. This means that a court could very well take the position that the legislators must have intended to cover only those derivatives that bear the essential characteristics of securities. This kind of analysis will involve significant legal costs for market participants as well as significant uncertainty.

### **Application of insider laws to derivatives is confusing**

The insider reporting and insider trading laws in the draft Act apply to “related financial instruments”, namely instruments or agreements that affect a person’s economic interest in a security issued by a reporting issuer. Regulating this aspect of



derivatives trading is a justifiable regulatory policy so long as the definition of security is restricted to its more traditional meaning.

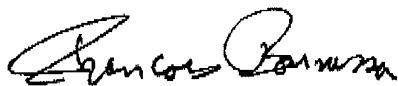
However, if derivatives are securities for the purpose of these provisions, significant uncertainty and confusion arises. They would then be both a security and the related financial instrument. Because most derivatives involve payment obligations on the part of both parties, each party would, presumably, be considered the "issuer". Will every person who enters into a derivatives transaction with an entity that is otherwise a reporting issuer be required to file an insider report every time it executes a transaction such as an interest rate swap or gas sales contract. Is the intention to alter commercial law by essentially imposing fiduciary-type disclosure duties on parties to commercial transactions? It appears to us that the implications of including derivatives within the definition of "security" for insider trading and reporting purposes has not been fully considered. ISDA believes that, at the very least, the definition of security should not include derivatives for the purpose of the insider trading and reporting provisions.

### Conclusion

ISDA does not believe that there is currently a need for an additional regulatory structure for privately negotiated derivatives transactions. It is unclear why the CSA should assert jurisdiction over parties entering into such bilateral, privately negotiated derivatives transactions, which differ significantly from the widespread distribution of "securities" as traditionally defined. Complying with regulatory requirements will create additional and unnecessary legal costs, which will ultimately discourage counterparties from transacting with Canadian entities and harm Canadian capital markets.

ISDA hopes that the CSA will reconsider the inclusion of derivatives in the Act. At a minimum, ISDA recommends that the CSA investigate further whether there is any actual need for this type of regulation at this time and that the implementation of a form of regulation be delayed pending this investigation and consideration of the approaches to these issues being taken in other jurisdictions.

Yours truly,



François Bourassa  
Chair of the ISDA Canadian Steering  
Committee and Senior Manager,  
Legal Affairs, International and Capital Markets,  
National Bank of Canada ([francois.bourassa@bnc.ca](mailto:francois.bourassa@bnc.ca))

cc: Katherine Darras ([kdarras@isda.org](mailto:kdarras@isda.org)), ISDA