



Le 31 juillet 2006

**PAR COURRIEL et
PAR MESSAGERIE**

M^e Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
Tour de la Bourse
800, square Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Richard W. Nesbitt
Chef de la direction
The Exchange Tower
130 King Street West
Toronto, Canada
M5X 1J2
Tél. : 416-947-4320
Télééc. : 416-947-4431
richard.nesbitt@tsx.com

À l'attention des membres de l'Autorité des marchés financiers

Objet : Document de consultation portant sur l'encadrement des marchés des dérivés au Québec (le « document de consultation ») daté du 1^{er} mai 2006 et publié par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »)

Mesdames,
Messieurs,

Le Groupe TSX Inc. (le « **Groupe TSX** ») appuie avec enthousiasme les efforts que déploie l'Autorité afin d'actualiser et de réviser l'encadrement législatif des instruments dérivés au Québec et profite de l'occasion qui lui est offerte de formuler des commentaires sur le document de consultation.

Le Groupe TSX est propriétaire et exploitant des deux principales bourses de valeurs nationales du Canada, soit la Bourse de Toronto, qui sert le marché des sociétés à grande capitalisation, et la Bourse de croissance TSX, qui sert le marché du capital de risque public. Le Groupe TSX est également propriétaire et exploitant de la Natural Gas Exchange (la « **NGX** »), bourse nord-américaine de premier plan pour la négociation et la compensation de certains contrats sur marchandises avec livraison du sous-jacent ou règlement pécuniaire, dont les participants sont en bonne proportion des investisseurs des États-Unis, et il possède une participation sans contrôle de 47 % dans CanDeal.

Les commentaires qui suivent sont formulés au nom du Groupe TSX et des bourses qu'il exploite; il va sans dire qu'ils sont de nature assez générale en raison de la complexité du sujet. Bien que bon nombre de nos commentaires s'appuient sur le rôle que joue actuellement la NGX dans le contexte multinational — interprovincial et transfrontalier (Canada-États-Unis) — des bourses de marchandises où sont négociés des contrats à livrer et des dérivés, le Groupe TSX apporte les commentaires qui suivent au sujet du document de consultation tant du point de vue des marchés des marchandises que de celui des marchés des titres de capitaux propres.

apporte les commentaires qui suivent au sujet du document de consultation tant du point de vue des marchés des marchandises que de celui des marchés des titres de capitaux propres.

Étant donné la publication contemporaine du document de consultation de l'Autorité et du rapport intermédiaire (le « **rapport** ») du comité consultatif de la Loi sur les contrats à terme sur marchandises de l'Ontario (le « **comité** »), nous avons établi nos commentaires en fonction des deux documents et joignons en annexe, à titre indicatif, une copie de notre réponse au rapport du comité.

Comme nous l'avons mentionné au cours de notre conférence téléphonique avec l'Autorité le 19 juillet 2006 (la « **discussion** »), nous serions heureux de discuter plus amplement de nos commentaires avec l'Autorité ou de lui fournir plus de précisions à ce sujet lorsqu'elle le jugera à propos.

Commentaires généraux à l'appui du document de consultation

Évitement des dédoublements et promotion de l'efficacité de l'encadrement

Nous saluons les efforts que déploie l'Autorité afin d'actualiser l'encadrement législatif des dérivés et de diminuer les chevauchements, les conflits et les dédoublements entre les législations qui régissent actuellement les valeurs mobilières et les marchandises ainsi que les dérivés s'y rapportant.

Nous reconnaissons que l'examen des diverses orientations qu'ont prises plusieurs pays en matière de réglementation dans ce secteur a nécessité des efforts considérables de la part de l'Autorité. Nous estimons que, si elle se veut constructive, toute tentative de révision de l'encadrement des dérivés au Québec doit tenir compte de la mondialisation des marchés dérivés et être axée sur l'harmonisation, à condition que cet objectif soit réalisable et valable, de cet encadrement avec celui qui est en vigueur dans les pays étrangers avec lesquels le Canada entretient des liens étroits.

D'après les commentaires que l'Autorité a faits au cours de la discussion, nous comprenons qu'elle reconnaît aussi l'importance de concilier la réglementation des dérivés au Québec avec celle ayant cours dans d'autres provinces canadiennes et qu'elle appuie le modèle de l'« autorité réglementaire principale ». Compte tenu de la nature multinationale des activités de la NGX en particulier et des marchés dérivés en général, la compatibilité avec les autres provinces revêt une grande importance.

Réglementation fondée sur des principes

Comme l'Autorité, nous pensons qu'en raison du développement des marchés des dérivés, il convient d'adopter une approche de la réglementation fondée sur de grands principes plutôt que sur des règles normatives. Nous estimons qu'une telle approche facilite l'adaptation requise aux structures commerciales en évolution, à la création de nouveaux produits, aux changements rapides qui surviennent sur les marchés, à l'intégration accrue des marchés à l'échelle mondiale et aux réalités découlant de la concurrence sur ces marchés.

La NGX est actuellement réglementée en Alberta, conformément à neuf grands principes d'exploitation énoncés par l'Alberta Securities Commission (l'«ASC») en étroite correspondance avec le régime fondé sur des principes qui a été adopté par la Commodity Futures Trading Commission (la «CFTC») aux États-Unis. Ces grands principes d'exploitation couvrent essentiellement les mêmes concepts que ceux qui sont proposés dans le document de consultation et ont permis à la NGX d'adhérer à un cadre réglementaire qui établit un juste équilibre entre les objectifs de la réglementation et les réalités commerciales, et tient compte du décloisonnement du marché nord-américain du gaz naturel dans lequel la NGX exerce principalement ses activités. La NGX serait heureuse d'apporter à l'Autorité, si elle le juge utile, des précisions concernant ce cadre, notamment sur le rôle de l'ASC dans la surveillance de l'application des principes.

Étant donné l'importance primordiale de la compensation au sein des marchés des actions et des marchés des marchandises, nous appuyons également la proposition de l'Autorité voulant que les chambres de compensation du secteur des marchés des dérivés soient obligatoirement reconnues (ou dispensées) et sommes en faveur de l'adoption d'une approche fondée sur des principes pour les motifs exposés dans le document de consultation.

Autoréglementation et autocertification

Pour les motifs évoqués dans le document de consultation, nous souscrivons à l'approche préconisée par l'Autorité qui consiste à permettre aux bourses et aux chambres de compensation, tout en respectant un juste équilibre entre leur autonomie et un contrôle réglementaire de plus haut niveau, d'établir des règles convenant à leur marché respectif et d'assumer la responsabilité pleine et entière d'en surveiller l'application.

Plus particulièrement, nous appuyons la proposition de l'Autorité selon laquelle la certification serait du ressort des bourses et des chambres de compensation, en ce qui concerne la modification des règles et l'approbation des nouveaux produits; nous estimons qu'il s'agit de la méthode à privilégier pour assurer plus efficacement le respect des grands principes et des règlements sans imposer d'obstacles inutiles aux bourses et aux chambres de compensation, qui demeurent ainsi concurrentielles à l'échelle mondiale. En se fondant sur (i) la nature complexe, en particulier, des bourses de marchandises avec livraison du sous-jacent ou règlement pécuniaire, (ii) l'évolution rapide de ces bourses, (iii) les réalités propres aux marchés hors cote et (iv) la vive concurrence transfrontalière, il n'est pas réaliste de penser que les bourses et les chambres de compensation du secteur des marchés des marchandises puissent demeurer concurrentielles si on exigeait qu'elles obtiennent une approbation préalable des autorités réglementaires dans tous les cas ou dans une proportion importante des cas. Étant donné le rythme de l'évolution des marchés dérivés et le vaste éventail des structures et des types de sociétés, il vaut mieux opter pour l'autocertification assortie d'un certain contrôle réglementaire subséquent.

Encadrement des marchés hors cote

Nous souscrivons à l'analyse que fait l'Autorité de la négociation et de la compensation des dérivés sur les marchés hors cote et convenons qu'un certain niveau d'encadrement réglementaire est profitable. Toutefois, les conclusions pourraient différer à certains égards selon qu'il s'agit de marchandises ou de valeurs mobilières (créances ou actions). Voir à ce sujet nos autres commentaires figurant ci-après sous la seconde rubrique « *Encadrement des marchés hors cote* » ainsi que sous la rubrique « *Quelques commentaires particuliers* » au sujet du suivi des limites de position.

Autres commentaires concernant le document de consultation

Perspective des marchés des marchandises

Comme nous l'avons précisé lors de notre discussion, nous encourageons l'Autorité à examiner en détail la question de l'encadrement des dérivés tant dans la perspective des marchés des titres de capitaux propres que dans celle des marchés des marchandises. Nous sommes d'avis, comme nous avons eu l'occasion de l'indiquer succinctement, que le fonctionnement de ces marchés diffère sensiblement quant à certains égards fondamentaux. En somme, en ce qui a trait à l'encadrement, nous sommes en faveur d'une approche qui prend en considération et qui reconnaît avec justesse, s'il y a lieu, les différences fondamentales ayant trait, par exemple, aux objectifs propres à chacun de ces marchés, aux participants, au degré d'interrelation entre les marchés sous-jacents et les marchés des dérivés, à la nature des marchés des marchandises et des marchés des titres de capitaux propres, qui est moins évoluée dans le premier cas, et à l'établissement de certaines distinctions d'ordre terminologique.

Il est particulièrement important d'adopter une approche favorisant le plus haut degré possible de compatibilité ou d'harmonisation avec les autres principaux territoires canadiens, comme l'Alberta, où les activités de négociation et de compensation des dérivés du secteur de l'énergie sont le plus couramment exercées, et l'Ontario, où l'exercice des activités de négociation et de compensation des dérivés devrait augmenter. Critère plus important encore, il faudrait que cette approche permette le maintien, voire l'accroissement, de la participation des entités canadiennes à un marché des marchandises (nord-américain) virtuellement sans frontière. Sans une harmonisation suffisante, dans la mesure du possible, avec le cadre réglementaire des États-Unis qui tient compte dans une juste mesure de la spécificité du Canada, les entités canadiennes qui ont des liens importants aux États-Unis auront un grand défi à relever pour demeurer concurrentielles.

Néanmoins, nous ne préconisons pas la création d'un organisme de réglementation distinct pour les titres assimilables aux dérivés et les contrats sur marchandises. Comme il est proposé dans le document de consultation, nous sommes favorables à ce que l'Autorité soit désignée comme la seule autorité de réglementation de l'ensemble des marchés des dérivés au Québec, à condition que des compétences et des ressources suffisantes en matière de commerce de contrats sur marchandises soient affectées à l'encadrement des produits sur marchandises, des participants ainsi que des bourses et des chambres de compensation intervenant dans ces marchés.

Définition de « dérivé »

Nous reconnaissons la valeur de l'importance qu'accorde l'Autorité à l'encadrement des dérivés lorsque celle-ci propose une définition des dérivés qui atteint un juste équilibre entre la certitude et la souplesse réglementaires. Quoiqu'il ne soit pas en faveur de l'adoption d'une définition prescriptive du terme « dérivé » qui obligerait le législateur à modifier fréquemment la réglementation, le Groupe TSX estime que la proposition de l'Autorité figurant dans le document de consultation est trop large, susciterait des difficultés d'interprétation et serait susceptible de créer des doublons de réglementation.

Ainsi, la définition envisagée engloberait des contrats sur marchandises, y compris des dérivés, qui ne sont pas actuellement assujettis à la réglementation dans certains autres territoires canadiens, ou aux États-Unis, notamment les contrats sur marchandises qui ne sont ni des contrats à livrer ni des contrats à terme (c.-à-d. des opérations sur les marchés au comptant). En outre, certaines différences entre les contrats sur marchandises qui sont standardisés et compensés en chambre de compensation et ceux qui ne le sont pas pourraient justifier qu'on traite distinctement ces contrats dans la réglementation. Quant aux marchandises, il est encore plus difficile d'établir quels sont les instruments qui constituent des dérivés suivant la nature du sous-jacent.

En résumé, en ce qui concerne les titres de participation, on constate qu'un certain nombre de produits hybrides différents négociés sur la Bourse de Toronto répondraient à la fois à la définition de « valeurs mobilières » aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de « dérivés » suivant la définition énoncée dans le document de consultation. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous sommes favorables à l'adoption d'une approche établissant des distinctions nettes entre les valeurs mobilières, les titres assimilables à des dérivés et les dérivés sur actions ou sur créances traditionnels, et qui, de plus, traite différemment les produits sur marchandises et les produits sur valeurs mobilières, au besoin. Même s'il reconnaît que les approches actuelles des différents territoires sont vraisemblablement imparfaites, le Groupe TSX encourage l'Autorité à tenir compte encore davantage des approches qui ont été adoptées aux États-Unis, en Ontario, en Alberta et au Manitoba afin de faciliter la compatibilité entre les différentes réglementations, laquelle est essentielle eu égard à l'organisation actuelle des marchés des marchandises.

Marchés organisés pour investisseurs avertis

Bien que la question du champ d'application fasse l'objet d'un examen détaillé dans le document de consultation en ce qui a trait à l'encadrement des marchés hors cote, nous aimerions, particulièrement dans la perspective des bourses de marchandises, que l'Autorité prenne en considération l'existence de marchés s'adressant à des participants avertis (et non aux petits investisseurs). Même s'il ne convient sans doute pas d'adopter officiellement des dispositions différentes selon les intervenants, les marchés organisés auxquels participent exclusivement des investisseurs avertis (dans le contexte de ces marchés) nécessitent moins d'encadrement; en effet, le niveau requis de protection des investisseurs est moins élevé étant donné l'absence de petits investisseurs dans ces marchés. Le Groupe TSX recommande que les participants

suffisamment avertis (ainsi que les bourses ou les chambres de compensation par l'intermédiaire desquelles ces participants effectuent leurs opérations) puissent se prévaloir de dispenses appropriées dans le cas où les opérations sont effectuées entre contrepartistes; une telle approche correspondrait à celles qui ont été adoptées dans certains autres territoires canadiens et par la CFTC aux États-Unis.

Traitement équitable des entités étrangères

Nous reconnaissons la valeur de la démarche suivie par l'Autorité en ce qui a trait à la façon de traiter les entités étrangères dans le contexte des dérivés. Il s'agit d'une question complexe à laquelle il conviendrait de s'intéresser davantage tant dans la perspective des marchés des marchandises que dans celle des marchés des titres de capitaux propres. Nous sommes en faveur de l'adoption d'un régime qui traite également les entités canadiennes et les entités étrangères. Idéalement, un tel régime serait soutenu par des arrangements de réciprocité conclus avec les autorités d'autres territoires et reposeraient sur une réglementation compatible ou comparable. Somme toute, un régime sous lequel aucun avantage important n'est accordé à des entités exerçant leurs activités au Canada, qu'elles soient canadiennes ou étrangères, serait l'idéal.

Encadrement des marchés hors cote

Dans la perspective globale des marchés des marchandises au Canada, la continuité de l'exploitation de marchés hors cote constitue un élément constructif et indispensable qui favorise un marché efficient et efficace en général. Toutefois, certains ont à l'égard de ces marchés des préoccupations valables quant à la fraude et à la manipulation, étant donné le manque de transparence sur ces marchés, la participation de petits investisseurs et le nombre croissant d'entités essentiellement exploitées comme des marchés centraux qui négocient surtout des contrats standardisés. Il se pourrait qu'une tentative visant à uniformiser le traitement des marchés organisés et des marchés hors cote entrave le fonctionnement de ces derniers. Cependant, nous souhaiterions qu'on examine plus avant les préoccupations concernant la fraude et la manipulation qui ont cours non seulement sur les marchés hors cote auxquels participent les petits investisseurs, mais aussi sur les marchés hors cote où interviennent des « participants avertis ».

Nous réitérons notre conviction qu'il faudrait dans la mesure du possible appliquer des définitions cohérentes des produits aux marchés hors cote et aux marchés organisés. Qu'il s'agisse de dérivés sur marchandises ou de dérivés sur actions ou sur créances, le même instrument qui est traité d'une certaine façon sur les marchés organisés devrait idéalement être traité de façon similaire sur les marchés hors cote lorsque les contrats négociés hors cote sont essentiellement standardisés et non négociés bilatéralement. La distinction clé servant à déterminer la compétence réglementaire dans le cas des dérivés standardisés pourrait être la question de savoir si les contrats sur marchandises en cause sont négociés entre investisseurs avertis uniquement ou s'il y a participation de petits investisseurs.

Voir à ce sujet nos autres commentaires figurant ci-après sous la rubrique « *Quelques commentaires particuliers* » au sujet du suivi des limites de position.

Quelques commentaires particuliers

En ce qui concerne le suivi des positions importantes, nous sommes favorables au déploiement d'efforts visant à contrer la fraude et la manipulation, qui tiennent compte à la fois de l'encadrement réglementaire, des règles boursières et du suivi par les bourses ainsi que des mécanismes de déclaration par les participants; par contre, nous ne croyons pas qu'il faille opter pour une approche générale qui consisterait à imposer des sanctions sévères (dissuasion) plutôt que pour des mécanismes de déclaration (prévention). En raison de la grande diversité des participants, des produits et des entités intervenant dans les bourses de marchandises, on devrait laisser à ces bourses le soin de fixer et de suivre les limites de position. Toute approche reposant principalement sur l'imposition de sanctions jouerait inutilement un rôle punitif et aurait vraisemblablement pour effet de détourner les entreprises des marchés organisés au profit des marchés hors cote, à moins que l'on ne donne aux bourses ou aux autorités réglementaires le même accès à l'information sur les opérations effectuées sur les marchés hors cote peu transparents que celui qu'elles ont à cette information dans le cas des marchés organisés (c.-à-d. on ne peut analyser avec exactitude le comportement général des participants sur le plan de la négociation que si l'on a accès à l'information sur les positions ouvertes et les positions compensatoires dans l'ensemble du marché où ils sont actifs).

Notre deuxième commentaire est une mise en garde contre la tentation d'adopter certains principes qui seraient trop prescriptifs. Ainsi, bien que nous appuyions sans réserve l'engagement de l'Autorité à l'égard de la bonne gouvernance et de la réduction des conflits d'intérêts, nous sommes d'avis qu'il pourrait s'agir d'un aspect où le grand principe proposé risquerait d'être trop prescriptif, ce qui diminuerait l'avantage que tireraient les bourses d'un encadrement souple, lequel pourrait être d'autant plus important pour les petites bourses. Nous estimons, dans le contexte actuel des marchés des marchandises, que les bourses et les chambres de compensation devraient conserver le droit de constituer à leur appréciation des conseils appropriés et de gérer convenablement leurs conflits d'intérêts en conformité avec les lois et les politiques applicables, notamment celles sur les sociétés, tout en tenant compte du fait que les autorités réglementaires auraient en définitive le pouvoir de surveiller l'application du modèle de gouvernance mis en œuvre.

Nous formulons notre troisième commentaire en réponse à la suggestion qu'un degré de retenue moins rigoureux soit imposé aux bourses et aux chambres de compensation en ce qui a trait aux défauts. Si l'approche choisie consiste à aller dans le sens d'un encadrement fondé sur des principes, de la réglementation américaine et des réalités commerciales, nous estimons que les bourses et les chambres de compensation du secteur des marchandises devraient avoir le pouvoir d'établir leurs mécanismes de détection des défauts et d'imposition de sanctions et de liquidation en cas de défaut et d'assumer la pleine et entière responsabilité de voir à leur application. Dans ce domaine, l'approche à adopter comporte souvent plusieurs volets en fonction du type de contrat sur marchandises et des participants en cause ainsi que de l'importance relative du défaut. En outre, la déclaration d'un défaut qui serait faite de façon prématurée ou au mauvais moment risquerait de créer inutilement une perturbation importante sur les marchés. À notre avis, les bourses et les chambres de compensation du secteur des marchandises qui s'autoréglementent sont les mieux placées pour établir les méthodes et les processus appropriés de gestion des

défauts dans un contexte où il y a encadrement à un niveau suffisamment élevé de l'autorité réglementaire (et le droit d'en appeler).

Notre dernier commentaire particulier porte sur la proposition du document de consultation concernant l'adoption d'une troisième loi qui chapeauterait tous les pouvoirs de l'Autorité. Dans la mesure où il est possible d'éviter la multiplication de la législation, le Groupe TSX serait en faveur de la modification des lois existantes afin de régler toute incompatibilité ou de combler les lacunes et d'éviter la complexité susceptible de découler de l'application de plusieurs lois différentes.

Conclusion

Nous tenons à réitérer notre conviction que le document de consultation avance un grand nombre de propositions constructives concernant l'encadrement des marchés dérivés dans un milieu moderne et diversifié, notamment en ce qui a trait à l'orientation vers une approche plus souple fondée sur des principes et un régime d'autocertification. Nous appuyons avec enthousiasme les efforts de l'Autorité allant dans ce sens.

Nous espérons avoir de nouveau l'occasion de participer à la discussion et serions heureux de fournir à l'Autorité de plus amples renseignements au sujet de nos commentaires.

Enfin, nous remercions sincèrement l'Autorité pour la discussion que nous avons eue en juillet dernier et nous lui savons gré d'avoir sollicité nos commentaires au sujet du document de consultation.

Veillez accepter, Mesdames, Messieurs, nos salutations distinguées.

Le chef de la direction du Groupe TSX Inc.,



Richard W. Nesbitt

c. c. M. Robert Fotheringham
M. Richard Nadeau
M. Peter Krenkel
M^{me} Cheryl Graden
M^{me} Nicole Rosenberg
M^{me} Sharon Pel

Comité consultatif de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l'Ontario,
a/s de M^{me} Carol Pennycook, présidente du comité