

ENCADREMENT DES MARCHÉS DES DÉRIVÉS AU QUÉBEC

1^{er} MAI 2006



**AUTORITÉ
DES MARCHÉS
FINANCIERS**

ENCADREMENT DES MARCHÉS DES DÉRIVÉS AU QUÉBEC

Partie intégrante du secteur financier du Québec, les instruments dérivés sont en plein essor et de plus en plus importants pour les sociétés et les investisseurs. Outils de transfert et de gestion de risques pour les sociétés, ces marchés sont également utilisés à des fins de spéculation par les investisseurs avec une tolérance au risque plus élevée ou pour compléter des portefeuilles traditionnels. Depuis la restructuration des Bourses canadiennes en 1999, et la décision de la Bourse de Montréal de se spécialiser en instruments dérivés, la popularité de ces instruments n'a cessé de croître. Dans ce contexte d'accroissement exceptionnel, avec de plus en plus de liquidité et un intérêt en cours en forte expansion, l'Autorité des marchés financiers a amorcé le processus de réflexion et de développement en vue de proposer au gouvernement un encadrement législatif adapté aux marchés des dérivés.

Culmination de recherches et de discussions pendant la dernière année, ce document présente un sommaire des études sur les meilleures pratiques internationales en réglementation des dérivés. Ce document a pour but de solliciter des commentaires et de promouvoir le développement du processus d'encadrement législatif de ces instruments. Une équipe de recherche interne à l'Autorité a étudié tous les aspects de la réglementation de dérivés et a fourni des recommandations pour chaque sujet. Les notes de recherches ont été présentées à un comité externe, formé d'acteurs importants du secteur financier du Québec. Ces notes ont été résumées pour former le présent document de discussion.

La structure considérée, d'une Loi sur les dérivés basée sur de grands principes – au lieu d'une loi normative basée sur des règles exhaustives– conjuguée à une grande collaboration entre les organismes d'autoréglementation et l'Autorité reflètent les tendances internationales et la constatation que les marchés de dérivés sont un domaine complexe et en pleine évolution. Bien que liés aux marchés sous-jacents, les marchés de dérivés seraient mieux encadrés par une loi qui met l'emphase sur les risques très différents de ces instruments.

Une réglementation basée sur les grands principes permettrait de suivre l'évolution de la structure commerciale, le lancement de nouveaux produits et le développement des

affaires. Cette approche réduirait le fardeau réglementaire mais non pas la qualité de la supervision; le régulateur pouvant plutôt se concentrer sur le développement des politiques, les inspections et les enquêtes et s'assurer que les entités réglementées développent de nouvelles règles et produits qui respectent la législation.

Après une étude des marchés de dérivés boursiers et hors cote, les comités ont proposé une définition large des dérivés. La définition donnerait à l'Autorité la juridiction sur tous contrats de dérivés existants et à venir et ne serait donc pas basée sur une liste exhaustive de contrats, d'éléments sous-jacents ou de lieux de négociation. Les instruments hors cote négociés de gré à gré entre personnes averties seraient dispensés des obligations réglementaires de la Loi. L'Autorité interviendrait seulement lorsque ces instruments sont offerts aux investisseurs de détail ou lorsqu'il y aura une fraude ou une manipulation de marché.

Le processus de reconnaissance des marchés de dérivés, des chambres de compensation et des associations de membres (les « entités réglementées ») découlerait des grands principes. Lors du dépôt de leur demande pour exercer leurs activités, les entités réglementées devraient démontrer comment elles respectent et respecteront les grands principes.

L'auto-certification de nouvelles règles, de modifications de règles et de nouveaux produits faciliterait l'adoption plus rapide de ces changements, mais la responsabilité de démontrer le respect des grands principes incomberait complètement à l'entité réglementée. De plus, une période de publication pour commentaires, ainsi que les pouvoirs de révision et de directive de l'Autorité assureraient le respect des principes.

L'encadrement des intermédiaires resterait, dans une grande mesure la responsabilité des entités réglementées qui développeront des règles sur la formation professionnelle, la solvabilité et autres exigences d'inscription. Nous recommandons que la formation sur les instruments dérivés fasse partie de la formation professionnelle de base des représentants pour assurer que ces derniers s'acquittent convenablement de leur responsabilité de conseiller leurs clients sur les stratégies d'investissement appropriées.

Pour réaliser sa mission réglementaire, l'Autorité doit maintenir ses pouvoirs d'inspection, de révision, de directive, d'enquête, de sanction et de délégation. Afin d'éviter la répétition, ces pouvoirs pourraient être énumérés dans la Loi sur l'Autorité des

marchés financiers, plutôt que dans la Loi sur les valeurs mobilières et la Loi sur les dérivés.

Dans le présent document, nous avons suggéré des principes pour l'encadrement des dérivés ainsi que des indications d'articles de Loi, de règles et d'instructions générales. Ces propositions, ainsi que les analyses et les orientations, sont présentées afin de solliciter une discussion et vos commentaires.

TABLE DES MATIÈRES

ENCADREMENT DES MARCHÉS DES DÉRIVÉS AU QUÉBEC	iii	
Partie 1	Introduction	3
1.1	Projet d'encadrement.....	3
1.2	Problématique	4
Partie 2	Orientations réglementaires	7
2.1	Caractéristiques des orientations réglementaires	7
2.1.1	Modèles de structures réglementaires des marchés financiers	8
2.1.2	Structures organisationnelles de supervision.....	11
2.1.3	Répartition de responsabilités réglementaires.....	13
2.1.4	Modèle américain	15
2.1.5	Types de législation	17
2.1.6	Instruments dérivés et valeurs mobilières.....	21
2.1.7	Situation actuelle au Québec	23
2.1.8	Les orientations suggérées	24
2.2	Les grands principes	26
2.2.1	Certitude légale des grands principes.....	27
Partie 3	Portée de la Loi	32
3.1	Les instruments dérivés	32
3.2	Définition et application de la Loi	32
3.3	Les marchés hors cote	36
Partie 4	Contrôles de l'Autorité	41
4.1	Les entités réglementées	41
4.1.1	Reconnaissance	41
4.1.2	Impartition	45
4.1.3	Gouvernance.....	46
4.1.4	Ressources financières	52
4.1.5	Gestion des risques	55
4.1.6	Accès	63
4.1.7	Certification des instruments dérivés	66
4.1.8	Règles et consultation	74
4.1.9	Règles disciplinaires, enquêtes et plaintes	78
4.1.10	Collaboration avec le régulateur	81

4.1.11	Surveillance des marchés	85
4.1.12	Suivi des positions importantes	90
4.2	Les intermédiaires.....	94
4.2.1	Les catégories d'inscription des intermédiaires	94
4.2.2	Formation professionnelle	102
4.2.3	Conditions d'inscription	106
Partie 5	Pouvoirs de l'Autorité	115
5.1	Les inspections	115
5.2	Divulgence des rapports d'inspection	118
5.3	Pouvoir d'enquête	119
5.4	Ordonnances de blocage	122
5.5	Pouvoir de révision	125
Partie 6	Conclusion.....	129
Bibliographie	130
Annexe A – Abréviations.....		135
Annexe B – Les Orientations de « <i>Les instruments dérivés</i> <i>et leur encadrement</i> »		137
Annexe C – Instruction générale de la CFTC pour les exigences de reconnaissance des marchés		145
Annexe D – Grands principes de la CFTC pour les marchés		150
Annexe E – Grands principes de la CFTC - Chambres de compensation		163
Annexe F – Grands principes de la Financial Services Authority (UK)		172
Annexe G – Pouvoirs d'enquête de l'Autorité de la LVM et la LAMF		173
Annexe H – Pouvoirs d'enquête, Projet de loi de la Colombie-Britannique.....		178

Partie 1 Introduction

1.1 Projet d'encadrement

Depuis plusieurs années au Québec et au Canada, comme dans les autres places financières, les opérations sur instruments dérivés se sont grandement développées. Au Québec, la Bourse de Montréal est active dans ce secteur depuis 1975. Jusqu'à ce jour, la réglementation québécoise a tenu compte de l'activité de ce marché dans le contexte général des opérations en valeurs mobilières. Toutefois, la spécialisation des Bourses, et le choix de la Bourse de Montréal d'axer son développement exclusivement dans le secteur des instruments dérivés depuis 1999, nous ont amenés à réexaminer la loi et la réglementation afin de nous assurer que ce secteur de l'économie est adéquatement encadré.

Ces changements sur la scène boursière canadienne, ainsi que la croissance fulgurante de la concurrence internationale, le développement exponentiel des nouvelles technologies et la multiplication de produits existants, ont amené l'Autorité des marchés financiers (« l'Autorité ») à envisager de proposer au gouvernement un nouveau cadre réglementaire pour les instruments dérivés.

Pour la réalisation de ce projet, deux groupes ont été créés. Un premier, composé d'analystes spécialisés dans différents secteurs opérationnels au sein de l'Autorité, soit le groupe de travail interne, et un second, composé de membres de l'industrie, soit le groupe de travail externe.

Après avoir déterminé les sujets liés à l'encadrement des instruments dérivés, les membres du groupe interne ont étudié chacun des sujets identifiés. Pour ce faire, ils ont d'abord établi la situation réglementaire actuelle au Québec puis examiné les législations de plusieurs pays, en se concentrant sur les juridictions ayant une forte expérience dans ce domaine. Les principales législations étudiées sont celles des États-Unis, de la Grande Bretagne, de la France, de l'Australie et de Hong Kong. Enfin, par suite d'un examen des différentes options, le groupe de travail interne a fait des recommandations. Les analyses et les recommandations du groupe de travail interne ont, par la suite, été soumises au groupe de travail externe qui les a commentées.

Ce document suggère les orientations qu'on propose pour le développement de la réglementation, et comporte des recommandations spécifiques à ce sujet. Une des

recommandations de l'étude est de créer une réglementation axée sur des grands principes. La certitude juridique de cette recommandation est étudiée, ainsi que le fonctionnement d'un tel régime réglementaire. Ensuite, nous présentons un sommaire des travaux analytiques des sujets reliés à l'encadrement des instruments dérivés. *La portée de la Loi* considère la définition des instruments dérivés; la partie suivante, *les Contrôles de l'Autorité*, étudie l'encadrement des entités réglementées, soit les Bourses de dérivés, les chambres de compensation et les associations ainsi que l'encadrement des intermédiaires ; la dernière partie, *les Pouvoirs de l'Autorité*, décrit les pouvoirs que détiendrait l'Autorité pour bien accomplir sa mission réglementaire.

Nous avons inclus à l'annexe A du présent document un lexique des acronymes, nombreux, des différentes organisations, lois et textes qui sont cités fréquemment à titre de source ou de référence.

1.2 Problématique

L'examen des dispositions actuelles de la législation québécoise révèle plusieurs lacunes qui, compte tenu de l'évolution rapide des marchés de dérivés, ne peuvent que s'aggraver. Leur éparpillement dans la législation actuelle ne rend aucunement justice à l'importance que le secteur des dérivés a prise au Québec, notamment depuis la spécialisation de la Bourse de Montréal.

D'abord, la réglementation actuelle propose, dans le cas des dérivés, un champ d'application morcelé. En effet l'article 1 de la Loi sur les valeurs mobilières (« LVM ») énumère certains produits. Cette liste est complétée par une seconde énumération à l'article 1.1 du Règlement sur les valeurs mobilières (« RVM »). Malgré ces deux listes, certains produits ne semblent pas inclus, alors que d'autres peuvent se retrouver couverts par les deux.

En outre, les produits énumérés au RVM ne sont pas soumis au Titre II de la LVM, contrairement à ceux qui apparaissent à la LVM. Pourtant ces produits sont pour le moins similaires et on ne voit pas aujourd'hui les motifs de leur traitement différent.

L'article 167 de la LVM prévoit que la personne qui met en circulation certains dérivés négociables sur un marché organisé doit être agréée, plutôt que d'établir un prospectus. Si la dispense d'établir un prospectus se comprend aisément, on se questionne sur la nécessité de la procédure d'agrément dans la mesure où ce sont les marchés organisés

eux-mêmes qui mettent les produits en circulation. Or, les marchés organisés visés par cet article sont des Bourses, des chambres de compensation ou d'autres organisations similaires déjà soumises à une réglementation complète. Rappelons que cette obligation ne s'applique pas aux produits mentionnés à l'article 1.1 du RVM.

L'approbation des dérivés eux-mêmes fait l'objet d'une duplication de procédures. En effet, lorsqu'une Bourse ou une chambre de compensation désire mettre en circulation un nouveau produit, elle doit établir des règles requises : description du produit, taille, échéance, exercice, limites de positions etc. Ces règles sont soumises à l'approbation de l'Autorité en vertu des articles qui portent sur les OAR. Une seconde disposition, l'article 71.1 prévoit l'approbation spécifique du produit.

L'article 1.3 du RVM vient modifier l'application des articles 67 et 167 de la LVM sur le document d'information qui doit être utilisé lors d'opérations sur certains dérivés. Dans un cas on parle d'un document soumis à l'approbation de l'Autorité alors que dans l'autre le document est prescrit par règlement. L'adoption d'une seule méthode d'encadrement du document requis apparaît souhaitable.

Pour sa part, l'article 1.4 du RVM stipule que les opérations sur les marchés à terme ne peuvent porter que sur les contrats qui figurent sur une liste tenue par l'Autorité. Cette restriction apparaît aujourd'hui désuète. En outre, l'interprétation de «marchés à terme» peut porter à confusion, notamment lorsqu'un marché offre des produits au comptant et des dérivés dont le sous-jacent est l'un de ces produits au comptant.

Pour l'essentiel, les dispositions légales et réglementaires québécoises qui portent sur les instruments dérivés datent de la première moitié des années 1980. Or depuis ce temps, les marchés ont progressé de manière exponentielle, tant en termes de volumes et de valeur notionnelle échangée qu'en termes de produits disponibles à toutes les catégories d'investisseurs. On peut penser aux dérivés de crédit, aux produits sur l'énergie, sur les changements climatiques etc.

Cette évolution a finalement consacré une différence fondamentale entre les valeurs mobilières et les instruments dérivés. Les premiers sont des produits d'investissement alors que les seconds servent à gérer des risques.

Le présent document de consultation a pour but ultime de permettre au gouvernement de mettre en place un encadrement visible et moderne de ce secteur en pleine expansion au Québec. Ces propositions d'encadrement des instruments dérivés sont le résultat de nombreux efforts internes de recherche et de réflexion, dont le présent document fait état. Les membres ayant participé à ces travaux ont cherché à développer une approche moderne, capable de suivre l'évolution rapide des marchés.

Partie 2 Orientations réglementaires

Avant de se lancer dans l'élaboration détaillée d'un cadre réglementaire pour les instruments dérivés, nous avons jugé primordial que notre proposition détermine les orientations réglementaires qui constitueraient la base de ce cadre. Pour ce faire, les membres des groupes de travail ont considéré quelques alternatives d'orientations réglementaires pour l'encadrement des instruments dérivés. Ce chapitre énumère les objectifs primaires de notre proposition de la réglementation des instruments dérivés, ainsi que différentes philosophies réglementaires pour mettre en contexte les orientations possibles.

2.1 Caractéristiques des orientations réglementaires

La réglementation est efficace seulement si les objectifs de la réglementation sont clairement précisés, si le système réglementaire peut répondre rapidement aux développements du secteur financier et s'il est harmonisé avec les autres structures réglementaires domestiques et internationales. La réglementation doit permettre un juste équilibre entre la stabilité du marché et le développement de marchés compétitifs, entre la transparence et l'innovation et entre la sécurité des marchés et leur l'efficacité.

Selon l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV »), les trois objectifs de la réglementation sont :

- Protéger les investisseurs ;
- Garantir que les marchés sont équitables, efficaces et transparents ;
- Réduire les risques systémiques.¹

Tous les systèmes réglementaires sont mis en place pour réaliser une supervision adéquate qui répond à ces objectifs². La protection des investisseurs est assurée par une réglementation qui prévoit des contrôles sur les intermédiaires et par des règles de marché qui empêchent des activités manipulatrices ou trompeuses. Les risques systémiques, qu'on ne peut jamais éliminer complètement, sont réduits par une

¹ Organisation internationale des commissions de valeurs. *Objectifs et principes de la régulation financière*. p. i, Madrid 2000.

² Ces objectifs sont considérés comme les meilleures pratiques. Au Royaume-Uni, la loi autorisant la Financial Services Authority (*Financial Services and Markets Act 2000*) énumère quatre objectifs : la confiance dans les marchés financiers, la conscience publique, la protection des consommateurs et la réduction du crime financier.

supervision appropriée et un système de signal précurseur qui permet aux autorités d'intervenir le plus tôt possible.

Par ailleurs, le développement de la réglementation est influencé par la structure des marchés financiers et le système gouvernemental. Ce document présente sommairement des modèles existants de supervision des marchés : par institutions, par objectifs, par fonctions ou par une seule autorité réglementaire. La répartition des responsabilités réglementaires, entre le régulateur et l'organisme d'autorégulation, sera également étudiée.

Le classement des instruments dérivés sera ensuite analysé car, dans certaines juridictions, ces instruments sont considérés être distincts des autres instruments d'investissement. Ensuite, on discutera de l'encadrement via des grands principes versus la réglementation à caractère prescriptif. Un résumé de la situation actuelle au Québec entrera également en ligne de compte dans les recommandations.

2.1.1 Modèles de structures réglementaires des marchés financiers

Les marchés financiers sont supervisés par une ou plusieurs autorités réglementaires suivant un modèle de supervision qui divise les responsabilités selon les intervenants, les objectifs ou les fonctions. Dans cette section, on identifie les modèles de supervision qui existent dans les systèmes financiers. Ces modèles sont bien distincts en théorie, mais en pratique les différences ne sont parfois pas toujours claires.

A. Supervision institutionnelle

Chaque marché, chaque secteur institutionnel est surveillé par sa propre autorité réglementaire. Dans ce modèle traditionnel chaque catégorie d'intermédiaires, ou chaque segment de marché, est soumis à la supervision d'une seule autorité réglementaire pour toutes ses activités. Ce modèle considère que les marchés financiers (valeurs mobilières et dérivés), les fonds d'investissement et les assurances sont des domaines distincts. En plus, ce modèle peut également considérer que les marchés de valeurs mobilières, les marchés d'instruments dérivés et les marchés hors-cote sont trois marchés distincts, chacun sous la juridiction d'une autorité réglementaire différente.

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (« SEC ») a juridiction sur les émetteurs, les marchés secondaires des actions et des options sur actions. La Commodity Futures Trading Commission (« CFTC ») a juridiction sur tout instrument dérivé, les options (sauf les options sur actions) et les marchés où ces instruments sont transigés. Les marchés hors cote sont dispensés de l'application de la réglementation par la Commodity Exchange Act.

Ce modèle permet une spécialisation de supervision dans le domaine réglementé, mais quand les intermédiaires commencent à transiger dans plus d'un marché, il exige alors un dédoublement de supervision et par le fait même, de réglementation. En fait, les intermédiaires ne se limitent pas à un seul marché, mais avec la supervision institutionnelle, ils seront assujettis à plusieurs régimes réglementaires.

«The most heterogeneous form [of institutional regulation] is found in the securities markets, where the powers are spread over single supervisory structures, combined with banking supervision or separately organized. Moreover, aspects of securities markets supervision are often spread over different authorities, with important self-regulatory powers left to the stock exchange. The control of brokers and investment funds, securities settlements systems, listing procedures and securities markets may, in the extreme case, be spread over different authorities, as was until very recently the case in Germany.»³

B. Supervision par objectifs

Dans le modèle de supervision par objectifs, ou supervision ciblée, tous les intervenants sont sous la juridiction de plusieurs autorités réglementaires, chacune avec des responsabilités spécifiques propres à son objectif réglementaire. Dans ce modèle, la banque centrale est responsable de la politique monétaire et de la stabilité économique; une deuxième autorité assure la réglementation des intermédiaires et des marchés; une troisième s'occupe de la transparence des marchés financiers et des relations entre les intermédiaires et les clients; et une quatrième autorité assure et surveille la compétition entre les intermédiaires et dans l'ensemble du marché financier. Ce modèle existe en Italie et, d'une certaine manière, en Australie où le système de trois sommets (the 'three peaks' of the Australian Securities & Investments Commission, the Australian Prudential Regulation Authority and the Australian Competition and Consumer Commission) réglemente le secteur financier avec la Reserve Bank of Australia.

³ Lannoo, Karel. *Supervising the European Financial System*. CEPS Policy Brief 21 (2002), p. 2.

C. Supervision par fonctions

Cette approche encadre chaque fonction économique ou secteur d'activités. La compensation, l'intermédiation, la vente au détail, entre autres, sont des activités distinctes, chacune visée par une supervision distincte.

Un exemple de ce modèle se trouve dans la réglementation de Hong Kong. Malgré les pouvoirs de réglementation sur les marchés donnés à la Securities and Futures Commission par la législation sur les valeurs mobilières et les instruments dérivés, la conformité des banques qui transigent dans ces marchés est assurée par la Hong Kong Monetary Authority. La réglementation vise les objectifs, mais dans cette juridiction, la supervision se fait par fonctions.

Vous trouverez ci-après un tableau qui présente les responsabilités réglementaires selon chaque modèle de supervision.

Tableau 1 Modèles de supervision

Institutionnel	Objectifs	Fonctionnel
Bourses de valeurs mobilières	Politique monétaire	Finances
Bourses dérivés	Réglementation financière marchés et intermédiaires	Intermédiaires
Intermédiaires	Transparence des marchés financiers	Vente au détail
Banques	Concurrence entre intermédiaires	
Fonds d'investissement		
Assurances		

2.1.2 Structures organisationnelles de supervision

La supervision par institutions, par objectifs ou par fonctions peut être assurée par plusieurs entités réglementaires ou par une autorité unique. Les multiples régulateurs fonctionnent dans le cadre du modèle de supervision, alors que l'autorité unique aura une organisation interne basée sur un des modèles.

A. Supervision par plusieurs autorités

Dans la structure traditionnelle de la réglementation des marchés, plusieurs autorités s'occupent de fonctions réglementaires particulières. C'est le cas aux États-Unis, et au Canada, exception faite du Québec et de la Saskatchewan. Les autorités peuvent se spécialiser dans leur domaine, mais risquent de faire accroître le fardeau réglementaire lorsque des intervenants se trouvent sous la juridiction de plus d'une autorité.

B. Supervision par une seule autorité réglementaire (supervision intégrée)

Les premières autorités intégrées, Norvège, Danemark et Suède, datent des années 80. Plus récemment, la Financial Services Authority (« FSA ») au Royaume Uni a regroupé sept autorités de supervision réglementaire. En Irlande, où l'on avait proposé une autorité de supervision financière indépendante, la banque centrale a pu retenir ses pouvoirs traditionnels et elle a intégré les responsabilités de la supervision des marchés. La Belgique et le Royaume Uni se sont dotés d'un régime similaire.

Pour tirer avantage d'une autorité unique, une vraie collaboration interne entre les directions est nécessaire. Par ailleurs, la transition de plusieurs régulateurs bancaires, financiers etc. à une seule autorité efficace a pris beaucoup plus de temps que prévu pour les plus de deux mille employés de la FSA au Royaume Uni.

Au Québec, l'Autorité regroupe, depuis février 2004, les organismes réglementant le secteur financier. L'Autorité regroupe les fonctions et le personnel des cinq organismes suivants : le Bureau des services financiers, la Commission des valeurs mobilières du Québec, le Fonds d'indemnisation des services financiers, l'Inspecteur général des institutions financières (secteur de la solvabilité des institutions financières seulement) ainsi que la Régie de l'assurance-dépôts du Québec.

La structure interne de l'autorité réglementaire unique est basée sur un des trois modèles de supervision. La FSA est organisée conformément au modèle institutionnel, avec des surintendances responsables pour chaque groupe sectoriel⁴. Toutefois, cette autorité a également créé des « sector leaders » avec des responsabilités sur des questions spécifiques ou des secteurs particuliers, qui suivraient le modèle par objectifs.

Vous trouverez, ci-après, un tableau qui présente les avantages de chaque structure organisationnelle de supervision.

Tableau 2 Avantages des modèles de la supervision pour l'industrie

Avantages	Multiples autorités	Une seule autorité
Visibilité		X
Mandat ciblé	X	
Spécialisation	X	
Concurrence réglementaire	X	
Traditionnel	X	
Étendue plus large		X
Réceptif	X	
Efficace		X
Guichet unique		X
Réglementation harmonisée		X
Élimine arbitrage réglementaire		X
Alignée avec l'évolution des marchés		X
Collaboration entre secteurs		X
Économies d'échelle		X

⁴ «The Financial Services Authority has created eight 'sector teams', dedicated to particular areas of the industry. These are: Asset Management, Banking, Capital Markets, Insurance, Retail Intermediaries, Consumers, Financial Crime and Financial Stability.» www.fsa.gov.uk/pages/about/teams/index.shtml.

2.1.3 Répartition de responsabilités réglementaires

La question du partage des responsabilités réglementaires est une des plus importantes. Elle tient compte de l'efficacité de chaque institution et la spécialisation requise pour bien surveiller des marchés complexes en pleine évolution tout en considérant les objectifs de la réglementation. Toutes les orientations réglementaires auront des opérations collaboratives – et souvent un chevauchement qui n'est pas nécessairement mauvais – entre les marchés, l'OAR et l'autorité réglementaire pour des enquêtes, des nouveaux projets, des détachements de personnel, etc. Elle suivra, à première vue, une des trois orientations suivantes :

A. « *Front-line supervision* »

Dans ce modèle, les règles de l'OAR et les procédures d'application sont approuvées par l'autorité réglementaire. Cette dernière a également la responsabilité pour la prévention et la poursuite des actes frauduleux et criminels dans sa juridiction. Des fonctions telles que l'inscription des intermédiaires et la vérification de leurs états financiers, sont souvent déléguées à l'OAR par l'autorité réglementaire.

L'OAR est responsable de la supervision des opérations du marché et du comportement des intermédiaires. La loi ne prescrit pas la façon d'opérer de la Bourse, bien que des règlements et des instructions générales puissent indiquer ce que l'autorité réglementaire considérerait comme étant acceptable. Ce système est efficace et exige moins de ressources chez l'autorité réglementaire, mais on risque de ne pas y développer une expertise technique. Les inspections formelles de l'autorité réglementaire ne sont pas suffisantes pour bien comprendre et surveiller le quotidien des marchés complexes. Avec l'emphase mise sur la supervision fondée sur les risques, le personnel du régulateur doit connaître en profondeur le domaine réglementé. Lorsqu'il s'éloigne du quotidien des marchés en pleine évolution, il risque de perdre de vue les complexités et subtilités des opérations commerciales et donc, de ne plus être capable de détecter les actes inquiétants.

Ce genre de supervision se fait dans toutes les juridictions canadiennes, ainsi qu'au Royaume Uni.

B. Collaboration – L'autorité réglementaire et l'OAR

La supervision est partagée entre l'autorité réglementaire et l'OAR. La surveillance des intermédiaires et de leurs états financiers se fait chez l'OAR, comme celle des opérations boursières quotidiennes. Certaines fonctions se font aux deux niveaux réglementaires, voire la surveillance des positions importantes et des états financiers des intermédiaires. Bien que l'autorité réglementaire et l'OAR regardent les mêmes informations transactionnelles de la Bourse, la surveillance de l'autorité réglementaire peut se faire à travers plusieurs marchés et peut donc détecter des manipulations coordonnées tout en assurant une supervision de la surveillance qui se fait à la Bourse. L'autorité réglementaire est responsable de réagir aux manipulations des marchés, à la fraude et aux actions des personnes non autorisées. De plus, elle assure la conformité des marchés à leurs propres règles, ainsi qu'à la réglementation de l'autorité.

C. Contrôle centralisé

Le contrôle complet de la réglementation des marchés par l'autorité réglementaire (et parfois, le contrôle même de la Bourse⁵) se trouve souvent dans les pays où les marchés sont en développement. Ce modèle, qui existe en République Tchèque, en Grèce, en Chine, en Inde, en Indonésie, en Malaisie et aux Philippines, est peu efficace et souffre grandement d'un manque de transparence.

Dans le Tableau 3, on présente les fonctions d'encadrement boursier et la répartition des responsabilités réglementaires entre l'autorité réglementaire et l'organisme d'autoréglementation.

⁵ Par exemple, le *UK Emissions Trading Scheme* et le marché d'émissions proposé par l'UE.

Tableau 3 Répartition des responsabilités réglementaires

Fonction	Front Line	Collaboration	Centralisé
Autorisation des marchés	Régulateur	Régulateur	Régulateur
Autorisation des règles	Régulateur	OAR-Régulateur	Régulateur
Approbation changements des règles	Régulateur	OAR-Régulateur	Régulateur
Approbation contrats	OAR	OAR-Régulateur	Régulateur
Surveillance du marché	OAR	OAR	Régulateur
Surveillance des marchés		Régulateur	Régulateur
Inscription des intermédiaires	OAR	OAR-Régulateur	Régulateur
Supervision des intermédiaires	OAR	OAR	Régulateur
Inspection des intermédiaires	OAR	OAR	Régulateur
Enquêtes (plaintes contre intermédiaires)	OAR	OAR-Régulateur	Régulateur
Enquêtes (plaintes contre Bourse)	Régulateur	Régulateur	Régulateur

2.1.4 Modèle américain

En étudiant les différents modèles réglementaires, on a donné des exemples de régulateurs internationaux mais on se doit d'examiner plus en profondeur le modèle du marché des dérivés le plus important, celui des États-Unis.

«En fonction de la taille et de la complexité des marchés, le système de réglementation doit faire un usage approprié des autorités professionnelles qui exercent des responsabilités de surveillance directe dans leur domaine de compétence propre. »⁶

Vous trouverez ci-après un tableau qui présente les différents intervenants du système réglementaire des instruments dérivés aux États-Unis.

⁶ Organisation internationale des commissions de valeurs. *Objectifs et principes de régulation financière*. p. ii, Madrid 1998.

Table 4 Système réglementaire des instruments dérivés aux É.-U.

Congrès des USA (Sénat et House)		
Comités d'Agriculture des deux Chambres		
Responsable de législation pour les dérivés		
Autorisation & réautorisation de la CFTC		
Auditions		
Commodity Futures Trading Commission (CFTC)	US Securities and Exchange Commission (SEC)	
Mise en vigueur de la <i>Commodity Exchange Act</i> (CEA)	Responsabilité partagée des contrats à terme sur les actions	
Développement et mise en vigueur de la réglementation	Responsabilité des options sur actions	
Enquêtes et poursuites		
Autorisation et surveillance des OAR		
Surveillance des positions importantes		
Organisme d'autorégulation (OAR)		
Marchés autorisés (Designated Contract Markets)	National Futures Association (NFA)	Joint Audit Committee
Développement des règles pour les participants	Inscription des intervenants	Création des programmes de supervision
Soumission des règles à la CFTC	Développement et mise en vigueur des règles pour les intermédiaires	Coordination des inspections entre les OAR
Surveillance du marché	Supervision des membres de l'association	
Supervision des participants	Autres responsabilités déléguées par la CFTC	Fraud Working Group
Mise en vigueur des règles du marché	Rédaction des examens pour les intervenants	Coordination des enquêtes et sanctions
Sanctions	Formation publique	
Médiation	Médiation	Futures Industry Association
		Représentation de l'industrie, lobbying

Dans le régime américain, les responsabilités réglementaires sont partagées entre le CFTC et les OAR. La loi instaurant le CFTC, le Commodity Exchange Act 1974 (« CEA »), a également autorisé la création d'une association nationale pour l'industrie des dérivés. De ce fait, la National Futures Association (« NFA ») a été incorporée en 1976 et a commencé ses opérations réglementaires en 1982. Des responsabilités importantes ont été déléguées à la NFA : inscription des intermédiaires et des négociateurs autonomes, analyse des états financiers, révision des prospectus, etc. Ces délégations permettent à la CFTC de se concentrer sur ses compétences primaires, soit de développer la réglementation, de surveiller les marchés à terme afin de détecter la manipulation et de combattre la fraude, d'imposer des sanctions et d'intenter des poursuites.⁷ L'OAR qui opère des marchés est responsable de la mise en vigueur des règles, de la supervision des participants et de leurs employés, de la surveillance des marchés et de la médiation. Certaines fonctions sont assumées par le marché et d'autres par le régulateur, assurant une supervision intégrale des marchés.

2.1.5 Types de législation

La réglementation a pour but d'encadrer une activité non seulement permise mais également souhaitable. La réglementation n'a donc pas nécessairement pour but de proscrire mais de permettre un sain fonctionnement de l'activité. La législation peut atteindre cet objectif avec des règlements qui indiquent précisément les actes permis et les actes interdits, ou avec des grands principes qui sont fixés sur le comportement souhaité.

A. Législation normative

Il arrive souvent que l'élaboration de la législation et de la réglementation soit le fruit d'une réaction à un événement quelconque. Par exemple, la création de la SEC aux États-Unis fait suite à l'effondrement des marchés en 1929. Plusieurs auteurs se questionnent encore sur les effets réels de l'effondrement de 1929, prétendant qu'il n'a pas causé, en soi, la crise économique des années 30.⁸ Toutefois, la réaction

⁷ Le système de la coopération réglementaire entre le gouvernement et l'OAR a été décrit par le *Supreme Court Chief Justice* William O. Douglas, ancien Président de la SEC comme : «... one of 'letting the exchanges take the leadership with Government playing a residual role. Government would keep the shotgun, so to speak, behind the door, loaded, well oiled, cleaned, ready for use but with the hope it would never have to be used.» Douglas, William O., *Democracy and Finance* 82. Allen 1940.

⁸ «Today, most economists seem to agree that the Stock Market Crash of 1929 was not the reason for the onslaught of the Great Depression or its impressive duration. One author [Morris, Charles R., *Money Greed*

réglementaire bouleversante de cette époque se ressent encore aujourd'hui chez les autorités qu'elle a créées, la SEC et la Commodities Futures Commission (prédécesseur de la CFTC). Ces deux autorités ont élaboré un corpus législatif impressionnant au cours des soixante-dix dernières années, parfois réactionnel, généralement compliqué et malheureusement, souvent après coup, et trop tard.

Avec une réglementation créée à la suite d'un scandale ou d'une crise de marché, les autorités essaient de prévenir le même genre de problèmes dans le futur, mais sans nécessairement prendre le temps de déterminer quelle était la vraie cause du scandale⁹. Donner l'impression de réagir fortement à un scandale est souvent plus important que la réflexion. En fait, le plus grand problème c'est la création de règles qui empêcheraient le comportement problématique mais avec un manque de vision à l'égard d'un autre type de scandale ou de comportement problématique. Avec une législation normative, tout comportement fautif doit être prévu et interdit explicitement dans la réglementation.

La réaction aux États-Unis à la suite du scandale Enron démontre une différence philosophique entre les deux régulateurs financiers (la SEC et la CFTC) et leurs comités du Congrès. La SEC continue à poursuivre les compagnies et les personnes impliquées dans le scandale. De plus, la création d'un Public Company Accounting Oversight Board et l'adoption de la *Loi Sarbanes-Oxley de 2002* ont imposé des changements importants aux pratiques corporatives et aux conseils d'administration de toutes les compagnies publiques américaines. Ces changements bouleversants ont augmenté le fardeau réglementaire des compagnies publiques et aujourd'hui on commence à voir les impacts négatifs de ces changements.

À la CFTC, aucun changement législatif ni réglementaire ne fût considéré nécessaire.

« In the wake of the Enron collapse, and in response to recent run-ups in prices of natural gas and crude oil, there have been calls to increase the CFTC's regulatory authority in the energy sector. Some have called for retrenchment and a return to prescriptive forms of regulation like the adoptions of federally determined price limits and position limits. ... As you consider the appropriateness of such proposals, I would ask that you

and Risk (1999) p. 73] has stated that the stock market crash of 1929 'was probably an event of minor significance' in causing the Great Depression.' Markham, Jerry. *Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, Great Britain, and Japan*, University of North Carolina, Chapel Hill School of Law : 2002 p. 8, note 34.

⁹ Par exemple, en 2003 la *New York Stock Exchange* a réorganisé son conseil d'administration qui est maintenant composé à 100 % de membres indépendants.

keep in mind that the CFTC has responded decisively to prosecute wrongdoing in the energy markets. The Commission has acted resolutely in the energy markets to preserve market integrity and protect market users, demonstrating that its authority is significant and that it intends to use it. I would note that the CFTC successfully pursued a complaint against Enron for manipulation of the natural gas markets, and subsequently attained a civil monetary penalty of \$35 million. In addition, the Commission has filed and continues to pursue various actions and investigations in the energy sector against both companies and individuals. Our enforcement efforts thus far have resulted in the prosecution of 46 entities and individuals and the assessment of approximately \$300 million in penalties. »¹⁰

La réglementation normative donne une certaine certitude aux intervenants, mais elle peut limiter l'autorité réglementaire dans son interprétation d'un acte fautif ou créer une faille dans sa réglementation. Le désir d'éviter la réglementation normative est souligné, entre autres, par l'hésitation à fournir une définition légale de certains termes tels que « manipulation » :

« The flexible, open-ended concept of manipulation should continue to prevail over any fixed formula rigidly defining manipulation. Otherwise, the creation of the next new form of manipulation will be encouraged rather than deterred. »¹¹

De même, la CEA ne définit pas les contrats à terme :

«Neither the Act nor the Commission's regulations specifically define the phrase "contracts of sale of a commodity for future delivery," although the Act does state that the "term 'future delivery' does not include any sale of any cash commodity for deferred shipment." In determining whether a specific transaction constitutes a commodity futures contract, the Commission and the courts have assessed the transaction as a whole with an eye toward its underlying purpose.»¹²

B. Grands principes

En 1999, avant la réautorisation quinquennale de la CFTC, plusieurs intervenants ont encouragé le Congrès à considérer un changement évolutif de la réglementation des marchés à terme. La *Commodity Futures Modernization Act of 2000* (« CFMA ») a mis en vigueur de grands principes pour l'encadrement des marchés à terme et des

¹⁰ Brown-Hruska, Sharon. *Acting Chairman, CFTC; Testimony to US House Agriculture Committee* : 3 mars 2004.

¹¹ Williams, Jeffrey. *Manipulation on Trial* (1995), p. xviii (Foreword par Thomas O. Gorman).

¹² *CFTC v. CoPetro Marketing Group Inc.*, 680 F. 2d 573 (9th Cir. 1982) (finding transactions to be illegal off-exchange futures contracts); and *In Re Stovall*, [1977-1980 Transfer Binder] Comm. Fut. L. Rep. (CCH) 20,941 (CFTC 1989) (finding transactions to be illegal off-exchange futures contracts).

chambres de compensation. Il a été également suggéré que des grands principes seraient utiles pour clarifier le rôle des OAR.

« A goal of the Commodity Futures Modernization Act of 2000 (CFMA) was to transition our agency from a normative regulator to an oversight agency, transferring many of the daily regulatory duties to the exchanges or their SROs. This transition was not done unilaterally but was directed by Congress with the belief that the proper checks were in place and the incentives existed to ensure that the public interest was being protected. »¹³

« The CFMA also transitioned the regulatory structure of the CFTC from prescriptive rules and regulations to a principles-based approach. The CFMA set forth core principles that are meant to allow market participants to use different methodologies or “best practices” in achieving statutory requirements. Allowing the industry and self regulatory organizations, rather than the Commission, to develop their own standards and guidelines was thought to better promote the practices reflective of the marketplace. The CFTC ultimately retains the authority to approve such practices, but the genesis for such guidelines is derived from the marketplace rather than the traditional top-down regulatory structure. »¹⁴

Avec l'adoption de la CFMA, les Bourses peuvent désormais soumettre leurs modifications de règles à la CFTC en certifiant simplement qu'elles sont en conformité avec les grands principes établis par la CFMA. La CFTC n'est plus obligée d'étudier les changements de règles. Il est à noter que, malgré ces changements réglementaires, les responsables à la CFTC nous ont indiqué que chaque modification est étudiée, quoique parfois après son adoption par la Bourse. La CFTC peut exiger des changements, des explications et, en fin de compte, leur révocation. La même situation se produit pour la soumission de nouveaux contrats.

La simplification de la réglementation et la flexibilité requise pour son application qu'offrent les grands principes permettent aux autorités réglementaires de réagir à des situations inattendues, d'accepter ou non des Bourses et des produits originaux et de mettre en vigueur non seulement la loi, mais l'esprit de la loi. La Colombie-Britannique a présenté en 2004 un projet de loi sur les valeurs mobilières qui est basé sur des grands principes. La British Columbia Securities Commission (« BCSC ») prétend que cette loi,

¹³ Lukken, Walt. CFTC Commissioner Panel on Market Structure and Self-Regulation Futures Industry Association Annual Conference, Boca Raton, Floride, 18 mars 2004.

¹⁴ Lukken, *Reauthorization: Let the Debate Begin*. Futures and Derivatives Law Report : Vol 24, No 6 : septembre 2004.

qui comprend des grands principes ainsi que des règlements spécifiques, protégerait les investisseurs tout en réduisant le fardeau réglementaire.

« If we really want dealers and advisers to focus on conduct that is fair to investors and consistent with market integrity, we should require them to assess their actions in that light, rather than simply imposing detailed, technical rules that lead to rote compliance. We expect that investors would have more confidence in a system that is focused on the right outcome than in one focused on compliance with technical rules. »¹⁵

La FSA, formée en 1999, a dévoué une grande partie de ses cinq premières années d'existence au développement de la réglementation. Au cours de cette période, on constate une tendance à adopter un régime basé sur les grands principes. Leur « guidance » pour le courtage en épargne collective a notamment été remplacé par le *Collective Investment Schemes Sourcebook* le 1^{er} avril 2004, lequel présente un régime plus flexible, basé sur des principes.

2.1.6 Instruments dérivés et valeurs mobilières

Les valeurs mobilières, dont les titres de fonds d'investissement, sont traditionnellement considérées comme des formes d'investissement, tandis que les instruments dérivés sont plutôt des outils de gestion des risques. Toutefois, la réglementation ne fait pas toujours cette distinction. Les instruments dérivés peuvent être considérés comme toute autre forme d'investissement négocié sur une Bourse ou comme des outils financiers distincts des autres formes d'investissement. Cette classification des instruments dérivés – dans le même panier que les autres formes d'investissement ou à part – est reflétée dans la législation et la réglementation. L'incertitude réglementaire (quelle autorité a la juridiction sur un instrument hybride, par exemple) et le traitement chez le courtier des instruments différents créent des inconvénients opérationnels et légaux pour les participants aux marchés. Une partie de ces inconvénients a été évitée au Québec par l'intégration au sein de l'AMF de la réglementation de l'ensemble du secteur des services financiers. Vous trouverez ci-après trois modèles possibles de classement des instruments dérivés.

¹⁵ British Columbia Securities Commission. *The BC Model: BCSC Response to OSC Comment Letter*. 22 août 2004.

A. Considéré comme tout autre produit financier

Dans ce modèle, qui existe actuellement au Québec, tous les instruments financiers qui sont négociés sur une Bourse sont considérés par la réglementation de la même façon, c'est-à-dire dans le cadre d'une législation élaborée pour réglementer un marché de valeurs mobilières. Néanmoins, les intermédiaires peuvent offrir des instruments dérivés, tout comme des valeurs mobilières, mais il se peut que ces intermédiaires ignorent les avantages et les risques des instruments dérivés car dans certaines juridictions qui empruntent ce régime, ces intervenants n'ont aucune obligation de formation distincte et adaptée à ces instruments dérivés.

B. Deux régimes réglementaires, une autorité réglementaire

Cette situation se produit généralement dans le cas où une juridiction a une loi particulière dédiée aux instruments dérivés, comme en Ontario. Bien formulé, un tel modèle réglementaire peut réduire la confusion, donnant une plus grande certitude réglementaire aux instruments dérivés. Ce modèle répond probablement le mieux aux besoins opérationnels du courtier dont le « back office » traite différemment ces instruments.

C. Complètement séparé

Dans ce modèle, les instruments dérivés sont non seulement considérés comme étant des produits distincts des valeurs mobilières, mais ils sont également sous la juridiction d'une autorité dédiée aux marchés des dérivés. Cette séparation existe aux États-Unis, où les marchés à terme pour les produits agricoles sont développés indépendamment des Bourses de valeurs mobilières.

Aux États-Unis, la réglementation des instruments dérivés a été développée au début des années 1920. Tout comme les Bourses de valeurs mobilières, les marchés à terme ont été assujettis à une étude réglementaire suite à la crise économique de 1929. Ces contrats historiquement sont la responsabilité des comités d'agriculture du Congrès américain et leur évolution législative et réglementaire ne fut pas identique à celle des valeurs mobilières. La SEC a été créée en 1934, deux ans avant la création de la Commodity Exchange Authority (transformée, en 1972, en la CFTC.) Malgré plusieurs tentatives de fusion des deux commissions, les comités bancaires et agricoles du

Congrès n'ont jamais voulu céder leurs pouvoirs et les deux autorités restent autonomes.

La réglementation distincte des instruments dérivés a généré, au cours des années, des problèmes de chevauchement de juridiction lorsque les sous-jacents étaient assujettis à la réglementation de la SEC. Les options sur actions sont sous la juridiction de la SEC alors que les options sur les contrats à terme, relèvent de la CFTC. Seule l'approbation des contrats à terme sur actions (« single stock futures ») prévue à la CFMA a poussé les deux autorités à collaborer et à se partager l'encadrement réglementaire de ces produits. La juridiction sur les contrats à terme sur actions est partagée entre les deux autorités. Ce compromis n'a toutefois pas été facile à obtenir puisque l'autorisation des contrats à terme sur actions a pris des décennies.

Cette situation de réglementation des marchés financiers par deux entités différentes est unique, mais pas nécessairement mauvaise. La concurrence réglementaire peut assurer que les deux autorités sont toujours conscientes des démarches de l'autre, du fardeau réglementaire qu'elles imposent – et ni l'une ni l'autre ne veut échouer dans son mandat réglementaire¹⁶.

« A proposal to adopt a suitability requirement did not fare as well. That effort set off a firestorm of controversy and was not adopted. Instead, the CFTC adopted a risk disclosure statement that advised customers in a one page statement of the risks of trading commodity futures, and that customers should themselves consider whether commodity futures trading was suitable in light of the customers (sic) particular circumstances and financial resources. Customers were required to sign that statement and confirm that they read and understood its risks. This was a very visible difference from the paternalistic approach of the SEC. The CFTC was requiring individuals to take responsibility for their own investment decisions. Regulatory competition was indeed having an effect on the manner in which the two industries would be regulated. »¹⁷

2.1.7 Situation actuelle au Québec

Au Québec, l'Autorité est un « guichet unique » de services réglementaires des places de marchés alors que la supervision des intermédiaires se fait principalement au niveau des OAR (ex : la Bourse de Montréal, l'Association canadienne des courtiers en valeurs

¹⁶ Lorsqu'on parle de concurrence réglementaire entre ces deux autorités qui relèvent du Congrès américain, il n'est pas question d'arbitrage réglementaire, car les juridictions réglementaires sont bien définies – les entités réglementées ne peuvent pas choisir leur régulateur – sauf dans le cas de contrats à terme sur actions.

¹⁷ Markham, Jerry. *op cit.*

mobilières (« ACCOVAM ») et Services de réglementation du marché inc. (« RS »), avec une supervision de ces derniers par l'Autorité.

La Loi sur les valeurs mobilières (« LVM ») ne fait pas de distinction entre les instruments dérivés et les autres valeurs mobilières mais dans la réglementation il y a des dispositions qui touchent spécifiquement aux dérivés (Q-22, et certaines Normes canadiennes). La réglementation est normative, plutôt que basée sur des grands principes.

Malgré la spécialisation en dérivés de la Bourse de Montréal depuis 1999, il n'y a pas d'encadrement spécialisé de ces instruments. À plusieurs reprises, l'AMF a annoncé son intention de jouer un rôle de chef de file en matière de supervision et de réglementation des marchés dérivés.

2.1.8 Les orientations suggérées

Les systèmes réglementaires ne sont pas créés dans un vide ; les systèmes juridiques, gouvernementaux et financiers sont complexes et nombreux. Un seul modèle universel (ou même, un seul régulateur ou un seul système global) n'est pas vraiment faisable :

« We are likely to continue to see institutional regulation along with competition among different legal jurisdictions around the world. The task for regulators is not to form one massive world-wide regulatory cartel but rather to enter into reciprocity agreements under which regulation by any one of many legal jurisdictions will be acceptable. In sum, the regulatory system should be institutional, competitive and above all focused. »¹⁸

Nous sommes tenus, dès lors, de recommander un système qui tiendrait compte de la situation québécoise des marchés financiers, ainsi que de la situation canadienne et nord-américaine. Dans un premier temps, on devrait se rappeler les objectifs de la réglementation cités au début du texte :

- Protéger les investisseurs,
- Garantir que les marchés sont équitables, efficaces et transparents,
- Réduire les risques systémiques.

¹⁸ Stoll, Hans R., *Regulation of Financial Markets : A focused approach*. Plenary Lecture, Multinational Finance Society Meeting, Helsinki, 24 juin 1998. <http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/pdf/wp9917.pdf>.

Le premier va de soi: la protection des investisseurs est l'objectif primordial de tout régulateur financier. Le deuxième objectif n'est pas moins important. Dans la réalité de la mondialisation des marchés, cette garantie est requise pour attirer la liquidité aux marchés. Quant aux risques systémiques, ils doivent être contrôlés mais d'une façon transparente et satisfaisante pour les intervenants. De ces trois objectifs en découle un quatrième : favoriser le développement des marchés de capitaux. Le développement d'un encadrement réglementaire des marchés de dérivés produira des avantages économiques, tant pour les entreprises que pour les investisseurs. La création d'une loi distincte sur les instruments dérivés qui répond bien à ces objectifs de même que la modernisation du système réglementaire contribueraient à attirer des capitaux.

L'encadrement proposé tiendrait compte de la structure réglementaire actuelle au Québec – l'AMF est l'autorité unique responsable de la réglementation des services financiers. Toutefois, à l'interne, il serait requis d'établir un modèle de supervision pour les instruments dérivés – par institution, par objectifs ou par fonctions. Le quotidien réglementaire se ferait par l'AMF, par les OAR ou en collaboration. La réglementation se ferait par la mise en place de grands principes ou de façon normative. Finalement, on considérerait les instruments dérivés soit comme des produits distincts, soit comme tout autre instrument financier.

Recommandations

Après considération des différentes orientations réglementaires possibles, nous avons conclu que les orientations qui nous permettraient d'atteindre les objectifs visés par la réglementation, tout en favorisant le développement des marchés, devraient être les suivantes :

A. Modèle de supervision – Supervision institutionnelle

Un modèle institutionnel qui considère que le marché des instruments dérivés est un marché distinct, où une équipe ou des spécialistes en dérivés seraient dédiés à l'encadrement de ces marchés dans le cadre de la structure actuelle de l'Autorité, permettrait une spécialisation en dérivés et le développement d'un mandat ciblé. Avec une certaine souplesse, ce modèle pourrait s'adapter aux développements des marchés financiers et grâce à des communications internes efficaces, il atteindra les objectifs réglementaires à travers les différentes directions de l'Autorité.

B. Orientation réglementaire – Collaboration

La collaboration entre les autorités réglementaires et les OAR assurerait le développement et le maintien des compétences particulières des autorités et l'atteinte des objectifs réglementaires. Système efficace, il permettrait au régulateur de se concentrer sur les compétences primaires, tout en facilitant le partage des informations et des connaissances entre celui-ci et l'OAR.

C. Traitement des instruments dérivés – des instruments à part

Les instruments dérivés sont des outils financiers bien différents des valeurs mobilières traditionnelles. Les traiter comme des instruments distincts, avec une réglementation qui tient compte de leurs particularités, de leurs avantages et de leurs risques spécifiques, répondrait mieux aux objectifs réglementaires. Les comités proposent une loi distincte pour les dérivés que l'Autorité serait chargée d'administrer.

D. Loi basée sur des grands principes

Une loi basée sur des grands principes permettrait à l'autorité réglementaire de répondre rapidement à l'évolution des marchés. Cette flexibilité assurerait une meilleure réglementation en autant que l'autorité réglementaire et l'industrie collaborent au développement de cette réglementation et de son application. Dans le chapitre 2.2.1 du présent document, nous présentons une analyse sur la certitude juridique d'un tel régime.

Par conséquent, les travaux de recherches réalisés dans le cadre de ce projet, de même que les recommandations qui en découlent, sont basés sur ces orientations réglementaires.

2.2 Les grands principes

Notre proposition d'encadrer les instruments dérivés avec des grands principes soulève la question de la certitude légale d'une telle réglementation. Plusieurs arrêts canadiens soutiennent les principes, et comme on a présenté ci-haut, la tendance internationale (ainsi qu'en Colombie Britannique) est d'établir des lois basées sur les principes dans la mesure du possible. Le bon fonctionnement d'un tel encadrement requiert une

réglementation qui soutient les principes et qui fournit aux entités réglementées une indication quant aux comportements qui démontreraient le respect des principes.

2.2.1 Certitude légale des grands principes

Une loi doit évidemment viser à être précise pour faciliter sa compréhension et son application. Il y a cependant des limites à la précision qu'il est possible d'atteindre. D'autre part, il est erroné de croire que plus une loi est élaborée, plus elle est spécifique, plus elle est facile à comprendre et à appliquer. Comme l'écrivait Louis-Philippe Pigeon dans *Rédaction et interprétation des lois* :

« [...] [I]l y a des domaines dans lesquels la recherche de la précision est ce qu'on appelle en anglais self-defeating : plus on précise et plus on éprouve le besoin de préciser, sans jamais atteindre l'objectif que l'on vise. (p. 22) [...] [T]rès souvent, toute tentative de préciser au-delà d'un certain point produit une plus grande imprécision et non pas la précision recherchée. »¹⁹

De plus, la recherche de la précision, outre qu'elle peut avoir l'effet contraire à celui recherché, a souvent comme conséquence de fixer la loi dans le temps et de ne pas lui permettre de s'adapter aux situations nouvelles. En ce sens, la Cour suprême dans l'arrêt *R. c. Nova Scotia Pharmaceutical Society*, citait avec approbation l'extrait suivant d'une décision de la Cour européenne des droits de l'homme, l'affaire *Sunday Times*:

« [...] [O]n ne peut considérer comme une « loi » qu'une norme énoncée avec assez de précision pour permettre au citoyen de régler sa conduite; en s'entourant au besoin de conseils éclairés, il doit être à même de prévoir, à un degré raisonnable dans les circonstances de la cause, les conséquences de nature à dériver d'un acte déterminé. Elles n'ont pas besoin d'être prévisibles avec une certitude absolue : l'expérience la révèle hors d'atteinte. En outre la certitude, bien que hautement souhaitable, s'accompagne parfois d'une rigidité excessive; or le droit doit savoir s'adapter aux changements de situation. Aussi beaucoup de lois se servent-elles, par la force des choses, de formules plus ou moins vagues dont l'interprétation et l'application dépendent de la pratique. »²⁰
(nous soulignons)

La précision absolue étant une chimère, une loi doit plutôt viser à définir un cadre général qui pourra être précisé à partir de cas particuliers. Tel que l'indiquait la Cour suprême dans cet arrêt :

¹⁹ Pigeon, Louis-Philippe. *Rédaction et interprétation des lois*. 1986 : p. 25.

²⁰ *R. c. Nova Scotia Pharmaceutical Society*. [1992] 2 R.C.S. 606, p. 637.

« Les règles juridiques ne fournissent qu'un cadre, un guide pour régler sa conduite, mais la certitude n'existe que dans des cas donnés, lorsque la loi est actualisée par une autorité compétente. Entre temps, la conduite est guidée par l'approximation. Le processus d'approximation aboutit parfois à un ensemble assez restreint d'options, parfois à un ensemble plus large. Les dispositions législatives délimitent donc une sphère de risque et ne peuvent pas espérer faire plus, sauf si elles visent des cas individuels.

En énonçant les limites de ce qui est acceptable et de ce qui ne l'est pas, ces normes donnent lieu à un débat judiciaire. Elles comportent une substance et permettent la discussion sur leur actualisation. Elles limitent donc le pouvoir discrétionnaire en introduisant des lignes de démarcation et elles délimitent suffisamment une sphère de risque pour que les citoyens soient prévenus quant au fond de la norme à laquelle ils sont assujettis.

On ne saurait vraiment exiger davantage de certitude de la loi dans notre État moderne. Les arguments sémantiques, fondés sur une conception du langage en tant que moyen d'expression sans équivoque, ne sont pas réalistes. Le langage n'est pas l'instrument exact que d'aucuns pensent qu'il est. On ne peut pas soutenir qu'un texte de loi peut et doit fournir suffisamment d'indications pour qu'il soit possible de prédire les conséquences juridiques d'une conduite donnée. Tout ce qu'il peut faire, c'est énoncer certaines limites, qui tracent le contour d'une sphère de risque. Mais c'est une caractéristique inhérente de notre système juridique que certains actes seront aux limites de la ligne de démarcation de la sphère de risque; il est alors impossible de prédire avec certitude. Guider, plutôt que diriger, la conduite est un objectif plus réaliste. La CEDH [la Cour européenne des droits de l'homme] a maintes fois mis en garde contre la recherche de la certitude et adopté cette conception de la « sphère de risque » [...] »²¹ (nous soulignons)

Dans cet esprit, les lois conçues en termes généraux ou fondées sur les principes sont souvent mieux à même de rencontrer les objectifs visés. Dans le même arrêt, la Cour suprême écrivait:

« [...] [L]es lois qui sont conçues en termes généraux sont peut-être mieux faites pour la réalisation de leurs objectifs, en ce sens que, dans les domaines où l'intérêt public est en cause, les circonstances peuvent varier considérablement dans le temps et d'une affaire à l'autre. Un texte de loi très détaillé n'aurait pas la souplesse nécessaire et pourrait en outre masquer ses objectifs derrière un voile de dispositions détaillées. L'État moderne intervient de nos jours dans des domaines où une certaine généralité des textes de loi est inévitable. Mais quant au fond, ces textes restent néanmoins intelligibles. Il faut hésiter à recourir à la théorie de l'imprécision pour empêcher ou gêner l'action de l'État qui tend à la réalisation d'objectifs sociaux légitimes, en exigeant que la loi

²¹ Ibid. pp. 638-639.

atteigne un degré de précision qui ne convient pas à son objet. »²² (nous soulignons)

À titre d'exemple, la Cour suprême dans Ontario c. Canadien Pacifique Ltée a examiné la validité constitutionnelle de la Loi sur la protection de l'environnement de l'Ontario qui, comme l'ensemble des lois sur la protection de l'environnement au Canada, est conçue en termes généraux. Les propos suivants de la Cour suprême peuvent très certainement s'appliquer au domaine des dérivés:

« L'alinéa 13 (1) a) [de la Loi sur la protection de l'environnement] a constitué une interdiction générale de pollution, ce qui n'est pas inhabituel puisque la LPE comporte plusieurs interdictions formulées en termes généraux. [...] Les lois sur la protection de l'environnement dans d'autres provinces comportent des interdictions de pollution semblables formulées aussi en termes généraux [...] Il ressort clairement de cette brève revue des interdictions relatives à la pollution au Canada que nos législateurs ont préféré adopter une démarche générale, évitant ainsi une codification exhaustive de chaque situation entraînant l'interdiction de polluer. Une telle démarche dans le domaine de la protection de l'environnement ne surprend pas, étant donné que la nature de l'environnement (sa complexité et la vaste gamme des activités qui peuvent en causer la dégradation) ne se prête pas à une codification précise. Les lois sur la protection de l'environnement ont été rédigées d'une façon qui permette de répondre à une vaste gamme d'atteintes environnementales, y compris celles qui n'ont peut-être même pas été envisagées par leurs rédacteurs. »²³ (nous soulignons)

La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique, dans son document *New Concepts for Securities Regulation*, a bien résumé la problématique qui découle de l'adoption de lois qui se veulent très précises, tout en soulignant les avantages du fait d'adopter des lois fondées sur des principes :

« When rules are necessary, they should be written so that industry can understand them. Many of our existing rules are so complex that industry needs professional assistance even for routine compliance matters. Part of this complexity comes from the details and prescriptive approach in many rules.

*Prescriptive requirements are often counterproductive. They encourage market participants to focus on the details of compliance instead of exercising their judgment with their broader obligations to their clients and the market in mind. These kinds of requirements also calcify the regulatory system to reflect industry practice at a point in time. **The more***

²² Ibid. pp. 641-642.

²³ *Ontario c. Canadien Pacifique Ltée* [1995] 2 R.C.S. 1031 : pp. 1066 à 1068.

detailed the regulation, the less easily it can adapt to changing industry conditions.

This produces two problems: new developments that should be regulated are not (because the existing requirements are too narrowly defined), and new developments that should be left unregulated are hindered (because detailed prohibitions cover conduct that was never intended to be caught).

To avoid these problems, we should, where possible, impose general obligations instead of specific ones. This encourages market participants to consider the purpose of the rules, and their context within the objectives of securities regulation, in making compliance decisions. It also fosters a more flexible and sustainable regulatory system.

Obviously we must strike a balance. Industry complains about the volume and complexity of the rules and yet wants guidance on regulatory expectations so that it has reasonable certainty on compliance issues. Prescription to some degree for this purpose makes sense. »²⁴ (nous soulignons)

Recommandation

La législation fondée sur les principes connaît un engouement auprès des autorités de réglementation des valeurs mobilières et des dérivés. L'évolution rapide des marchés et l'innovation constante chez les participants aux marchés requièrent un processus de réglementation capable de soutenir un tel rythme. Dans une législation normative, il incombe à l'autorité de réglementation d'établir à la fois les orientations réglementaires et les modalités de leur observation. En dissociant ces deux aspects de la réglementation, les orientations et la conformité, et en partageant avec les marchés la responsabilité d'élaborer les modalités du respect des obligations, l'autorité de réglementation peut se concentrer davantage sur la surveillance et l'application de la Loi.

Les principes, ainsi que les règlements et les instructions générales, devraient être énoncés de manière à s'adapter au gré de l'évolution, parfois imprévisible, des marchés. Cette souplesse permettrait l'innovation sans les délais qu'exigent les modifications réglementaires.

Il est entendu que des règlements particuliers seraient nécessaires afin d'établir clairement les responsabilités des participants aux marchés en vertu de la Loi sur les dérivés. On ferait, au besoin, renvoi aux règlements d'application de la LVM qui sont

²⁴ La Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique. *New Concepts for Securities Regulation*. 18 février 2002 : pp. 5 et 6.

actuellement en vigueur et de nouveaux règlements visant l'encadrement des marchés des dérivés seraient pris. Par contre, lorsqu'il est clair qu'un principe permet d'atteindre un objectif réglementaire, il ne serait pas nécessaire de prescrire des comportements précis par voie de règlement. Nous pensons que les entreprises devraient pouvoir juger de la manière la plus efficace et efficiente pour elles de respecter les principes selon leur situation.

S'il s'avérait nécessaire de préciser l'objet d'un principe, l'Autorité énoncerait des règlements ou des instructions générales. Ces dernières ne seraient pas normatives et exposeraient les différentes manières possibles de se conformer au principe ou à certains éléments sur lesquels se fonderait l'Autorité pour juger de son respect.

Partie 3 Portée de la Loi

3.1 Les instruments dérivés

Comme il a été souligné précédemment, il est proposé d'adopter une loi distincte de celle concernant les valeurs mobilières afin d'encadrer de façon plus appropriée cet important secteur financier. Il est également proposé de s'assurer que la nouvelle législation puisse s'adapter aisément au développement de nouveaux produits sans devoir apporter fréquemment des modifications, ce qui serait nécessaire si la loi référerait à des produits spécifiques. En effet, le champ d'application de la Loi ne devrait pas se limiter aux contrats à terme et aux options déjà existants, sans tenir compte des instruments plus complexes et de ceux qui n'ont pas encore été inventés ou découverts.

3.2 Définition et application de la Loi

Présentement, la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 (la « LVM ») énumère les formes d'investissement qui y sont assujetties. La LVM est rédigée de façon à permettre d'encadrer la plupart des instruments financiers incluant certains produits dérivés et autres produits structurés. L'article 1 de la LVM identifie les formes d'investissement visées par LVM, soit :

- « 1° une valeur mobilière reconnue comme telle dans le commerce, notamment les actions, les obligations, les parts sociales des entités constituées en personne morale ainsi que les droits et les bons de souscription; ...*
- 4° une option et un contrat à terme négociable sur valeurs mobilières, de même qu'un contrat à terme de bons du Trésor;*
- 5° une option sur un contrat à terme de marchandises ou de titres financiers;...*
- 7° un contrat d'investissement;*
- 8° une option quelconque négociable sur un marché organisé;*
- 9° toute autre forme d'investissement déterminé par règlement du gouvernement. »*

On peut constater que la réglementation québécoise présentement en vigueur en matière de valeurs mobilières est énumérative en ce qui concerne la définition donnée aux instruments dérivés. En fait, il ne s'agit pas d'une définition en tant que telle car

aucun sens n'est donné aux termes utilisés. On se contente d'énumérer une liste de valeurs mobilières sous la rubrique « Champ d'application ».

Nous n'avons pas répertorié de jugements de cours québécoises ou canadiennes qui traitent spécifiquement de la définition d'un instrument dérivé. Les jugements étudiés portent plutôt sur les tests à appliquer pour déterminer ce que constitue une valeur mobilière (ou « *security* ») dans le contexte des contrats d'investissement. Ainsi, *contrario*, si un instrument dérivé n'est pas visé spécifiquement dans l'énumération ou ne rencontre pas les critères des divers tests applicables (comme par exemple le Howey Test ou le Risk Capital Test²⁵ pour les contrats d'investissement qui ont été analysés dans la décision de la Cour suprême du Canada dans *Pacific Coast Coin Exchange*), il ne sera pas considéré comme étant une valeur mobilière et ne sera pas assujéti à la loi sur les valeurs mobilières d'une province.

Analyse des alternatives

En comparant les méthodes rédactionnelles utilisées par les différentes juridictions, on peut conclure que trois méthodes différentes s'offrent à nous dans la façon de définir les instruments dérivés. En premier lieu, nous pouvons conserver le type de « définition » que nous retrouvons dans les lois sur les valeurs mobilières du Québec, de l'Ontario ou de la Suisse, soit l'énumération de tous les instruments dérivés soumis à la réglementation, lesquels peuvent être détaillés par des règlements, des normes ou des décisions.

En second lieu, le Royaume-Uni a privilégié la définition que l'on pourrait décrire comme étant par exclusion et par référence. Certains instruments dérivés sont ainsi définis *contrario* tandis que d'autres sont définis par référence à certaines définitions plus détaillées qui contiennent des caractéristiques plus précises.

Aux États-Unis, au lieu de fournir une définition des instruments dérivés, la CEA énumère les marchandises qui, lorsqu'elles sont les sous-jacentes d'un contrat à terme, sont sous la juridiction de la CFTC. La CFMA a donné plus de précisions sur les

²⁵ « *The test for an investment contract, the court said, "is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others." Howey thus established a four-part test for determining the presence of an investment contract: (a) an investment of money, (b) in a common enterprise, with (c) an expectation of profits, (d) to come solely from the efforts of others.* » Prentice, Robert. *Law of Business Organizations and Securities Regulation*. Prentice Hall : 2^e édition : Englewood Cliffs NJ : 1994, p. 469.

instruments dispensés et exclus de la réglementation, sans toutefois mieux définir les instruments dérivés.

Enfin, les lois en Australie et en Thaïlande établissent plutôt les caractéristiques générales d'un instrument dérivé. Cette méthode se rapproche beaucoup plus que les autres de la nature même d'une définition, soit l'explication précise du sens d'un mot ou d'une expression.

Recommandation

Nous privilégions une définition se rapprochant de celle utilisée par l'Australie. Ceci aurait pour avantage de permettre à la Loi d'évoluer avec les marchés et les innombrables produits qui y sont développés. L'Australie a adopté l'approche d'une définition élargie à l'article 761D de la *Corporation Act 2001*²⁶ en décrivant les

²⁶ 761D, « *Meaning of Derivative*.

- (1) *For the purposes of this Chapter, subject to subsections (2), (3) and (4), a **derivative** is an arrangement in relation to which the following conditions are satisfied:*
 - a. *Under the arrangement, a party to the arrangement must, or may be required to, provide at some future time consideration of a particular kind or kinds to someone; and*
 - b. *That future time is not less than the number of days, prescribed by regulations made for the purposes of this paragraph, after the day on which the arrangement is entered into; and*
 - c. *The amount of the consideration, or the value of the arrangement, is ultimately determined, derived from or varies by reference to (wholly or in part) the value or amount of something else (of any nature whatsoever and whether or not deliverable), including, for example, one or more of the following:*
 - i. *an asset;*
 - ii. *a rate (including an interest rate or exchange rate);*
 - iii. *an index;*
 - iv. *a commodity.*
- (2) *Without limiting subsection (1), anything declared by the regulations to be a derivative for the purposes of this section is a derivative for the purposes of this Chapter. A thing so declared is a derivative despite anything in subsections (3) and (4).*
- (3) *Subject to subsection (2), the following are not derivatives for the purposes of this Chapter even if they are covered by the definition in subsection (1):*
 - a. *An arrangement in relation to which subparagraphs (i), (ii) and (iii) are satisfied:*
 - i. *A party has, or may have, an obligation to buy, and another party has, or may have, an obligation to sell, tangible property (other than Australian or foreign currency) at a price and on a date in the future; and*
 - ii. *The arrangement does not permit the seller's obligations to be wholly settled by cash, or by set-off between the parties, rather than by delivery of the property; and*
 - iii. *Neither usual market practice, nor the rules of a licensed market or a licensed CS facility, permits the seller's obligations to be closed out by the matching up of the arrangement of the same kind under which the seller has offsetting obligations to buy;*
but only to the extent that the arrangement deals with that purchase or sale;
 - b. *a contract for the future provision of services;*
 - c. *anything that is covered by a paragraph of subsection 764A(1), other than paragraph (c) of that subsection;*

caractéristiques d'un instrument dérivé plutôt qu'en établissant une liste exhaustive de tels instruments. Nous croyons que l'AMF devrait s'inspirer d'une telle disposition dans ses propositions sur le contenu de la loi sur les dérivés car elle offre une plus grande flexibilité législative et réglementaire.

Une définition trop « technique » ou énumérative risquerait de limiter le champ d'application de la loi dès qu'un nouvel instrument dérivé qui n'est pas inclus dans la liste serait développé ou mis en marché. Toutefois, une liste plus détaillée d'instruments dérivés serait incluse dans une instruction générale et l'AMF pourra ainsi la modifier selon l'évolution du marché, lui permettant ainsi de s'adapter beaucoup plus rapidement.

Nous recommandons, dans le cadre d'un règlement d'application, d'énumérer les instruments dérivés qui seraient exclus de l'application de la Loi comme par exemple : les options sur actions accordées dans le cas d'un régime de rémunération pour les employés d'une société que nous ne désirons pas assujettir à la Loi sur les dérivés mais qui pourrait malgré tout rencontrer la définition de dérivé. Cependant, compte tenu qu'il serait de notre intention de proposer que les dispenses d'application de la Loi soient fondées sur le type de personne qui négocie ces produits plutôt que sur les produits eux-mêmes, de telles exclusions seraient très peu utilisées.

Comme nous suggérons qu'une future loi soit basée sur des grands principes, le texte suivant pourrait servir de base comme définition d'un instrument dérivé. Ce texte s'inspire largement de la définition d'instrument dérivé contenue au Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif et se lit comme suit :

« 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 d'éléments sous-jacents. »

Par ailleurs, afin d'éviter qu'un dérivé ou qu'un type de dérivé se qualifie également de contrat d'investissement au sens de la LVM, nous suggérons que la définition de contrat

d. anything declared by the regulations not to be a derivative for the purposes of this Chapter.

Subject to subsection (2), an arrangement under which one party has an obligation to buy, and the other party has an obligation to sell, property is not a derivative for the purposes of this Chapter merely because the arrangement provides for the consideration to be varied by reference to a general inflation index such as the Consumer Price Index. »

d'investissement contenue à l'article 1 de la LVM soit modifiée de manière à y exclure spécifiquement l'instrument dérivé.

3.3 Les marchés hors cote

Les dérivés hors cote au Québec ne sont pas assujettis à un régime particulier. Cependant, tout comme en Ontario et au Manitoba, certains dérivés du marché hors cote sont régis par la législation en valeurs mobilières (par la notion de contrat d'investissement à l'article 1 de la LVM principalement) et celle-ci permet l'utilisation de dispenses (statutaires ou discrétionnaires) pour ces produits ou pour les personnes inscrites. En Colombie-Britannique, en Alberta et dans le projet de Loi uniforme sur les valeurs mobilières, une approche similaire a été retenue : les dérivés hors cote sont inclus dans la définition de *valeur mobilière* des différentes lois.²⁷ Toutefois, ces textes prévoient des dispenses d'inscription et de prospectus, qui sont accordées aux investisseurs qualifiés par des dispenses générales afin de leur permettre de conclure des dérivés hors cote. Ces dispenses sont accordées puisqu'on considère que ces entités sont en mesure de juger par elles-mêmes de la pertinence de conclure ce type de transactions selon les circonstances.

La notion de contrat d'investissement peut, selon les interprétations que l'on en fait, s'appliquer à certains produits dérivés hors cote.

Par ailleurs, l'article 1.1 du RVM détermine que « Les contrats à terme sur marchandises, sur produits financiers, sur devises et sur indices boursiers deviennent une forme d'investissement assujettie aux titres V à VII et IX à XI de la Loi²⁸, compte tenu des adaptations nécessaires. L'Autorité a le pouvoir de décider des adaptations nécessaires à l'application de ces dispositions aux contrats à terme. »

En 2000, en Ontario, la CVMO a envoyé au Ministre des finances pour édicton la *Rule 91-504, Over-the-Counter Derivatives* et son instruction complémentaire. Le Ministre des Finances n'a pas édicté ce règlement et a plutôt demandé à la CVMO de considérer les coûts et autres restrictions sur les participants par rapport aux objectifs du règlement. Il questionnait également l'approche choisie de soumettre toutes les opérations sur

²⁷ Par exemple, à l'article 1.1.1(1) Champ d'application de la version française de la *Loi uniforme sur les valeurs mobilières* ou la définition de « *security* » de la version anglaise.

²⁸ Ces Titres sont (V) Courtiers et conseillers en valeurs, (VI) Organismes d'autoréglementation, activités de Bourse et de compensation de valeurs, (VII) Interdictions et dispositions pénales, (IX) Mesures d'application de la Loi, (X) Administration de la Loi et (XI) Règlements, dispositions transitoires et finales.

dérivés hors cote à certaines exigences de la Loi pour ensuite en dispenser certaines (de l'ensemble de la Loi ou des exigences de prospectus et d'inscription) par rapport à une autre approche identifiant clairement les opérations et les participants soumis à la Loi.

En ce qui concerne les dérivés, le projet de Loi uniforme sur les valeurs mobilières visait à protéger les intérêts des investisseurs non sophistiqués tout en offrant des dispenses importantes pour les entités sophistiquées. En conséquence, pour les dérivés hors cote, « *La législation uniforme devrait dispenser des obligations d'inscription et de prospectus les opérations sur dérivés de gré à gré qui interviennent entre opérateurs admissibles.* »²⁹ Le modèle de l'Alberta et de la Colombie-Britannique est donc repris dans la Loi uniforme. Les opérateurs admissibles sont généralement des investisseurs institutionnels qui se servent des dérivés pour des besoins de couverture liés à leur activité professionnelle.

Aux États-Unis, les marchés hors cote de dérivés ne sont pas soumis à la même réglementation que les marchés cotés, mais jusqu'à l'adoption de la CFMA, ils n'avaient pas la certitude juridique souhaitée. À plusieurs reprises, le Congrès et les tribunaux ont essayé d'abolir ces marchés, de les soumettre à la juridiction de la CFTC ou encore de les dispenser de toute réglementation.

Au cours des années 90, la CFTC a sollicité des commentaires sur l'encadrement des marchés hors cote. L'application des dispenses sur les marchés d'énergie aux autres marchés hors cote, la différence entre les contrats exclus et les contrats dispensés, de même que l'incertitude de la légitimité des swaps, de plus en plus négociés sur des plate-formes informatiques, ont tous contribué à l'incertitude des marchés hors cote.

En 1997, le President's Working Group on Financial Markets³⁰ (« PWG ») a élaboré des recommandations, y compris des dispenses pour les swaps bilatéraux, ainsi que pour les systèmes électroniques de négociation où ces swaps sont vendus et achetés.

« Although this report recommends the enactment of legislation to clearly exclude most OTC financial derivatives transactions from the CEA, this

²⁹ ACVM. *Ébauche de lois uniformes sur les valeurs mobilières au Canada*. 2003. <http://www.cvmq.com/fr/publi/FinalVersionUSLConceptProposal-French.pdf>.

³⁰ Secretary of the Treasury, Chairman of the Federal Reserve Board, Chairman of the Securities & Exchange Committee and Chairman of the Commodity Futures Trading Commission.

does not mean that transactions may not, in some instances, be subject to a different regulatory regime or that a need for regulation of currently unregulated activities may not arise in the future. Specifically, although the Working Group recommends excluding certain electronic trading systems for OTC derivatives from the CEA, the enactment of a limited regulatory regime aimed at enhancing market transparency and efficiency may become necessary under certain circumstances if, as such systems develop and grow, prices of transactions executed through the systems come to be used widely as the basis for pricing other transactions (i.e., the systems come to serve a price discovery function). If so, depending on the specific market, existing regulation, and the problems that regulation would be meant to address, the CFTC's expertise in exchange-traded derivatives could make it an appropriate choice to serve as regulator. The Working Group members will continue to monitor and consider the desirability of regulatory or legislative action to address issues that may arise in the future. »³¹

« The Working Group's Report made specific recommendations for exclusion from CEA regulation altogether of bilateral swap agreements and related OTC derivatives. The Working Group stressed, however, that this exclusionary approach was appropriate for the vast majority of OTC derivatives, which are either settled in cash or based on a highly liquid market with a virtually unlimited deliverable supply. The Working Group unanimously recommended that derivatives based upon "non-financial commodities with finite supplies" not be made subject to the statutory exclusion. As to these transactions, the Working Group recommended that the CFTC "retain its current authority to grant exemptions . . . where exemptions are in the public interest and otherwise consistent with the CEA. »³²

Avec la réautorisation quinquennale de la CFTC en 2000, le Congrès a essayé de formaliser le statut des instruments hors cote. La CFMA dispense les instruments OTC quand le sous-jacent est un produit dispensé et non agricole, les parties sont considérées comme approuvées pour négocier ces produits et le contrat n'est pas négocié sur un marché.

« The following types of OTC transactions are excluded from most requirements under the CEA:

- 1. Swap Transactions. An exclusion is available for swap transactions, broadly referred to as "any agreement, contract, or transaction in a commodity," if the following conditions are met:*
 - a. The transaction involves an excluded or exempt commodity, but not an agricultural commodity;*

³¹ President's Working Group on Financial Markets. *Over the Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*, novembre 1999.

³² Dechert, Susan. *CFTC Regulation of Derivatives; An Overview*. American Bar Association : 2002. <http://www.abanet.org/buslaw/corporateresponsibility/clearinghouse/02annual/37/erwin.pdf>.

- b. The transaction is entered into between eligible contract participants (at the time of the transaction); and*
 - c. The transaction is not executed on a trading facility.*
- 2. Expanded Treasury Amendment Exclusion. An exclusion is available for transactions in Treasury Amendment products, unless the transactions are futures or options and are traded on an organized exchange or, in the case of foreign currencies, are sold over-the-counter to retail customers by unregulated entities. Treasury Amendment products include agreements, contracts or transactions in, among other things, foreign currencies and government securities.*
- 3. Transactions in Excluded and Exempt Commodities. An exclusion is available for transactions in excluded and exempt commodities if the following conditions are met:*
 - a. The transactions are between eligible contract participants (at the time of the transaction); and*
 - b. The transactions are not entered into on a trading facility. »*

Les alternatives possibles

L'orientation populaire dans d'autres juridictions, soit d'inclure pour exclure, de mettre les instruments dérivés hors cote sous la juridiction du régulateur et de les dispenser tout de suite après, pose difficulté. La problématique pour les personnes impliquées dans ces marchés est de savoir quels instruments sont dispensés, comment assurer la conformité quand on n'est pas certain de l'application de la loi.

En somme, les alternatives sont les suivantes :

1. Réglementer ces marchés tout comme les marchés cotés. Cette approche n'est nullement acceptable, car les intervenants iraient ailleurs où ces marchés ne sont pas réglementés.
2. Encadrer ces marchés, puis les dispenser pour certains utilisateurs sophistiqués. Plus acceptable aux intervenants, cette orientation offrirait une certitude juridique aux produits négociés entre les grands joueurs, mais permettrait l'intervention du régulateur quand ils sont offerts au détail ou lorsque des problèmes sérieux surviennent dans ces marchés.

3. Exclure ces marchés de l'application de la Loi. Cette solution n'est pas acceptable aux régulateurs ni au grand public, qui s'attend à une certaine supervision et à la protection des petits investisseurs.

Recommandation

Une loi sur les dérivés devrait avoir une portée étendue quant aux instruments sur lesquels elle donne juridiction. Elle aurait un droit de regard sur les personnes qui sont les bénéficiaires finaux des transactions sur dérivés cotés ou non. Lorsque cette personne est un investisseur sophistiqué, les dispositions de la loi ne s'appliqueraient pas. Lorsque cette personne est un petit investisseur, la loi s'appliquerait et les intervenants seraient assujettis aux dispositions réglementaires de l'AMF.

Enfin, comme souligné précédemment, certains produits dérivés hors cote peuvent être offerts aux petits investisseurs (plutôt qu'aux investisseurs qualifiés ou avertis.) Pour ce type d'opérations, nous recommandons le maintien de l'encadrement réglementaire présentement en vigueur en ce qui concerne le placement de ces produits, y compris le respect des exigences en matière de prospectus. L'objectif de protection des investisseurs nous incite à recommander une telle approche; ces investisseurs doivent recevoir toute l'information nécessaire pour prendre une décision d'investissement éclairée.

Quant aux manipulations des marchés et des fraudes, l'AMF détiendrait alors la juridiction sur les marchés, qu'ils soient cotés ou hors cote. Cette recommandation respecte les propositions du projet USL quant à l'encadrement des instruments dérivés hors cote :

« ...However, an exemption for financial institutions and registrants trading in financial derivatives will be incorporated into the regulatory regime for OTC derivatives that would apply in jurisdictions other than Ontario. »³³

³³ CSA. *Proposed Uniform Securities Legislation*. APPENDIX B: SUMMARY OF COMMENTS AND RESPONSES, answer to comments no. 85.

Partie 4 Contrôles de l'Autorité

4.1 Les entités réglementées

Parmi les entités qui seraient visées par notre proposition de Loi sur les dérivés, il y a les Bourses, les chambres de compensation et les associations qui réglementent leurs membres, des entités que nous désignons par l'expression « entités réglementées ». L'encadrement de ces entités réglementées tiendrait compte des différences importantes entre ces trois catégories, en énumérant les grands principes que devraient respecter l'ensemble de ces entités, de même que les exigences spécifiques propres à chacune des catégories.

4.1.1 Reconnaissance

Avant de débiter leurs opérations, les Bourses et les chambres de compensation doivent habituellement recevoir une certaine forme d'approbation de la part des régulateurs. Ainsi, au Québec, une personne morale, une société ou une autre entité ne peut exercer une activité de Bourse ou de compensation de valeurs sans l'autorisation de l'Autorité.³⁴ Cependant, l'Autorité peut décider que l'entité sera également reconnue à titre d'OAR.³⁵ Par ailleurs, l'article 60 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* (« LAMF ») énonce qu'une personne morale, une société ou toute autre entité ne peut encadrer ou réglementer la conduite de ses membres ou ses participants que si elle est reconnue par l'Autorité à titre d'organisme d'autorégulation, aux conditions que cette dernière détermine.

Les principes concernant l'encadrement des Bourses de dérivés sont similaires à ceux des Bourses de valeurs. La LVM et la LAMF sont complémentaires en ce que la première prévoit l'autorisation d'une Bourse sauf si elle juge qu'il est préférable également de la reconnaître à titre d'OAR. Il ne semble par ailleurs pas souhaitable de perpétuer un débat sur la nature de la structure plutôt que le type d'autorisation et d'encadrement que nous désirons voir imposer à cette structure.

Selon la législation en vigueur, certains articles ne s'appliquent qu'aux OAR et non aux entités autorisées alors que d'autres (les articles 74 à 79 et 81 à 91 de la LAMF) s'appliquent aux deux types d'entités. Par ailleurs, la législation actuelle indique à

³⁴ LVM, article 169.

³⁵ LVM, article 170.

l'article 170 de la LVM que l'Autorité peut décider que l'entité sera reconnue à titre d'OAR sans toutefois préciser les raisons pouvant conduire à une telle décision.

Étant donné que les entités offrant présentement de tels types de services sont reconnues à titre d'OAR, il pourrait y avoir des statuts différents pour des sociétés qui offriraient les mêmes services advenant l'arrivée d'une nouvelle Bourse ou chambre de compensation.

En ce qui concerne la reconnaissance ou l'autorisation d'une entité réglementée « étrangère », il n'y a pas de différence ou de processus distinct prévu dans la législation actuelle. Toutefois, en ce qui concerne les Bourses étrangères, l'Autorité a récemment fait part de ses attentes dans les processus d'autorisation en établissant une instruction générale. En effet, en mars 2005, l'Autorité a approuvé l'Instruction générale relative à l'autorisation de Bourses étrangères.

Ainsi, l'Autorité est disposée à autoriser ces entités à exercer l'activité de Bourse au Québec si elle est satisfaite de la démonstration à l'effet que ces entités sont soumises à un encadrement qui est similaire au régime québécois. Par conséquent, le processus d'autorisation de ces entités est plus rapide et efficace.

Aux États-Unis, la CFMA a modifié la façon dont les chambres de compensation pour les produits dérivés sont reconnues. En particulier, cette Loi a donné une autorité explicite de réglementation à la CFTC. La CFTC a donc dû créer un nouvel encadrement réglementaire. La CFMA a séparé les fonctions d'exécution et de compensation et créé une nouvelle catégorie réglementaire : les *Derivatives Clearing Organizations* (DCO). Ces entités peuvent compenser des contrats boursiers et des produits hors cote.³⁶ La reconnaissance est possible auprès de la SEC (options sur actions) ou de la CFTC. Dans certains cas, la reconnaissance auprès de la CFTC n'est pas obligatoire, mais peut être obtenue par le requérant (par exemple, si elle compense des produits dispensés ou exclus du CFMA, la chambre peut demander l'autorisation à la CFTC, à la SEC ou auprès d'une autre agence fédérale). Dans la demande de reconnaissance, le requérant doit fournir l'information nécessaire à la CFTC pour lui permettre de statuer que le requérant respecte les principes fondamentaux.

³⁶ Thorpe et Piracci (2003).

Au Royaume-Uni, les demandes doivent être présentées à la FSA³⁷ et inclure, entre autres, les règles, les guides, et les informations sur les produits compensés et les ententes avec les Bourses. Les règles plus précises (mais semblables à des principes) se retrouvent dans la FSMA 2000 (*Recognition Requirements for Investment Exchanges and Clearinghouses*) *Regulations 2001*. Le requérant doit démontrer sa capacité à satisfaire les exigences. Par ailleurs, *le Handbook de la FSA* donne une longue liste d'informations que pourrait fournir le requérant. Enfin, la législation prévoit la possibilité de révoquer la reconnaissance. Les requérants étrangers peuvent être reconnus s'ils rencontrent certaines exigences (entre autres une protection équivalente des investisseurs et une coopération entre le requérant, son régulateur et la FSA).

Recommandation

L'obligation faite aux Bourses et aux chambres de compensation de produits dérivés d'être reconnues ou autorisées devrait se retrouver dans la loi. Toutefois, cette recommandation devrait provoquer une réflexion quant à l'approche réglementaire actuelle et, le cas échéant, pourrait amener des modifications à la LVM et à la LAMF. Les deux lois pourraient adopter une approche similaire en ce qui concerne l'encadrement des Bourses et des chambres de compensation peu importe qu'elles opèrent en instruments dérivés ou non.

Tel que souligné précédemment, la législation québécoise actuelle apparaît incomplète. Le concept d'autorisation (article 169 de la LVM) a été introduit afin de donner une certaine flexibilité au régulateur. Toutefois, la législation est silencieuse sur les critères à utiliser afin de déterminer si une Bourse ou une chambre de compensation devrait être simplement autorisée ou si elle devrait être également reconnue à titre d'OAR. Par ailleurs, l'article 60 de la LAMF présente un concept très large d'OAR. Selon cet article, toute entité qui encadre ou réglemente la conduite de ses membres ou ses participants devrait être reconnue à titre d'OAR. Enfin, la modification récente de l'article 171.1 de la LVM, qui énonce que les articles 74 à 79 et 81 à 91 de la LAMF s'appliquent également aux Bourses et chambres de compensation en vertu de l'article 169 de la LVM, amenuise considérablement les différences d'encadrement réglementaire entre les entités reconnues à titre d'OAR ou autorisées à titre de Bourse ou de chambre de

³⁷ Outre, la FSA, le *Treasury*, le *Competition Commissions* et l'*Office of Fair Trading* peuvent participer de différentes façon dans le processus.

compensation. C'est donc dans cette perspective que nous souhaitons que la législation soit clarifiée.

L'approche préconisée serait de conserver l'article 60 de la LAMF et d'en exclure l'application aux Bourses et chambres de compensation afin de relocaliser l'encadrement de ces entités dans une seule loi qui énoncerait les exigences relativement à l'exercice d'activités de chambre de compensation et de Bourse au Québec. Les dispositions de cette loi préciseraient les exigences et l'encadrement réglementaire relatifs aux opérations d'une Bourse et d'une chambre de compensation, sans préciser si les entités réglementées sont des OAR ou non tout en prévoyant une certaine modulation applicable aux différentes entités. . Vu cette approche, il faudrait également modifier l'article 170 de la LVM et prévoir dans ce nouvel encadrement qu'une Bourse ou une chambre de compensation peut réglementer ses membres ou ses participants. Enfin, en ce qui concerne les chambres de compensation étrangères qui œuvrent dans ce secteur, nous estimons que l'utilisation de grands principes devrait donner la souplesse nécessaire au régulateur pour permettre leurs opérations au Québec. L'Autorité, compte tenu du respect des grands principes, pourrait lors du processus d'autorisation de la chambre étrangère, tenir compte de l'encadrement réglementaire du territoire d'origine. De plus, la supervision des activités de la chambre tiendrait compte de la supervision exercée par le régulateur étranger, de même que du niveau de coopération entre l'Autorité et le régulateur étranger. Il ne faut pas exclure qu'à ce titre des ententes de coopération pourraient être conclues avec ces régulateurs. L'approche développée pour l'autorisation des Bourses étrangères par l'Instruction générale pourrait aussi être retenue pour les chambres étrangères.

La Loi sur les dérivés

La Loi sur les dérivés aurait un libellé similaire à la LVM, soit « *Une personne morale, une société ou une autre entité ne peut exercer une activité de Bourse ou de compensation de dérivés au Québec sans l'autorisation de l'Autorité.* »

Les LVM et LAMF devraient être modifiées afin d'adopter une approche similaire en ce qui concerne l'encadrement de toutes les Bourses et des chambres de compensation.

4.1.2 Impartition

Depuis quelques années, les Bourses ont tendance à se démutualiser pour devenir des compagnies à but lucratif et, dans certains cas, des sociétés dont les titres sont cotés. Ce changement soulève de nouvelles questions liées à la gestion des conflits d'intérêts entre les objectifs des actionnaires (maximisation des profits) et les responsabilités réglementaires de la société.³⁸ Afin de rassurer les participants aux marchés et le régulateur à l'effet que la Bourse a la volonté de rencontrer ses obligations réglementaires, allant jusqu'à la sanction ou l'expulsion de ses participants, et qu'elle y consacre les ressources appropriées, les Bourses peuvent séparer la direction de la réglementation³⁹ ou même impartir ces fonctions à un tiers. L'impartition est devenue, pour les différents joueurs des marchés, un outil populaire pour l'exécution de tâches, souvent complexes ou coûteuses, relatives à leurs nombreuses responsabilités. Ainsi, l'impartition des responsabilités de surveillance de marché et de réglementation des membres est permise dans les juridictions étudiées.⁴⁰

Lorsqu'une Bourse impartit à un tiers des fonctions qui sont exigées par la réglementation, elle demeure responsable des fonctions imparties et de leur mise en application. Le fait d'avoir impartit ces fonctions ne change aucunement la responsabilité réglementaire imposée par le régulateur:

« Where a UK recognised body or applicant makes arrangements of the kind mentioned [above] the arrangements do not affect the responsibility imposed by the Act on the UK recognized body or applicant to satisfy recognition requirements applying to it under these Recognition Requirements Regulations. »⁴¹

La Loi sur les valeurs mobilières de Hess (Allemagne) exige un suivi des fonctions imparties. L'impartition ne doit pas empêcher le bon fonctionnement du marché, le règlement des transactions de la Bourse ni la surveillance du marché. Particulièrement, le contrat d'impartition doit assurer que la Bourse a le pouvoir de directive et qu'elle inclura les fonctions imparties dans ses procédures de supervision.

³⁸ Voir le document de l'OICV « Issues Paper on Exchange Demutualization », Report of the technical committee of the IOSCO, juin 2001.

³⁹ Voir à cet effet la partie V de la décision de reconnaissance de la Bourse de Montréal (Bulletin hebdomadaire 2003-06-13, vol. XXXIV no 23).

⁴⁰ Services de réglementation du marché inc. (SRM) est le fournisseur indépendant de services de réglementation pour les marchés des titres de participation canadiens, y compris la Bourse de Toronto (TSX), la Bourse de croissance TSX (TSXV), Bloomberg Tradebook Company Canada (Bloomberg), le Canadian Quotation and Trading System (CNQ), Liquidenet Canada et Markets Securities Inc.

⁴¹ FSA Handbook REC 2.2.1 et seq.

Recommandation

L'impartition de certaines fonctions, telles la réglementation ou la surveillance du marché, l'inscription des participants, etc. devrait être permise. Cependant, les obligations d'assurer le respect des principes réglementaires, le cas échéant, devraient demeurer la responsabilité de la Bourse et cette dernière devrait être tenue de s'assurer que les principes sont respectés et que les responsabilités imparties sont accomplies de façon adéquate. Par ailleurs, le régulateur devrait mettre en place un encadrement qui lui permet de superviser adéquatement ces activités, qu'elles soient imparties ou non.

Grand principe

« Une entité réglementée doit traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec l'Autorité et communiquer de façon appropriée à l'Autorité tout renseignement dont celle-ci s'attend raisonnablement à être informée. »

Autres dispositions de la Loi

Lorsqu'une entité réglementée impartit des fonctions à un tiers, l'entité réglementée demeure responsable de respecter la Loi sur les dérivés, les grands principes, règlements et instructions générales.

Instruction générale

On devrait indiquer ce que devrait couvrir le grand principe ; entre autres des informations de nature financière, des rapports sur la gestion du risque, les défaillances, les plaintes et les activités disciplinaires. De plus, il faudrait indiquer que le régulateur s'attend à recevoir l'information relativement à des événements ou situations qui ont eu des effets négatifs ou perturbateurs sur les opérations de l'entité et le tout, dans un délai raisonnable.

4.1.3 Gouvernance

Depuis quelques années, en réponse à certains problèmes qui ont ébranlé la confiance des investisseurs, les questions liées à la gouvernance des entreprises ont fait l'objet de multiples débats et ont conduit, dans de nombreuses juridictions, à l'adoption de nouvelles législations, règles ou consignes. Par exemple, au niveau international, les pays de l'OCDE se sont mis d'accord sur de nouveaux principes de gouvernement d'entreprise.⁴² Au Canada, les ACVM ont adopté récemment le *Règlement 58-101 sur*

⁴² OCDE. « Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE », avril 2004.

*l'information concernant les pratiques en matière de gouvernance et l'Instruction générale 58-201 relative à la gouvernance.*⁴³

Pour toute entreprise, les membres du conseil d'administration et ses comités exercent des fonctions de contrôle essentielles. Toutefois, en vertu de son importance dans l'économie, le secteur financier, qui inclut entre autres les institutions financières, les intermédiaires, les Bourses et les chambres de compensation, doit se doter de bonnes pratiques en matière de gouvernance et est souvent soumis à une réglementation plus rigoureuse.

Le Bureau du surintendant des institutions financières de Canada (« BSIF »), dans sa *Ligne directrice sur la Gouvernance d'entreprise* décrit les facteurs qu'il examine pour évaluer la qualité de la gouvernance des institutions sous sa juridiction :

« Chaque institution décidera de la façon dont elle abordera la gouvernance d'entreprise, selon la nature, l'importance, la complexité et le profil de risque de ses activités. Le programme de surveillance tiendra compte de ces éléments dans l'évaluation de chaque institution. Selon le BSIF, les caractéristiques d'une gouvernance d'entreprise efficace par le conseil et ses membres comprennent les suivantes :

Jugement : les décisions sont prises de manière à assurer un équilibre raisonnable entre les objectifs fonctionnels et les fonctions de gestion du risque et de contrôle.

Initiative : les administrateurs s'acquittent d'eux-mêmes de leurs attributions dans le respect de la responsabilité du chef de la direction et des cadres supérieurs à l'égard de la gestion de l'institution; les administrateurs sont disponibles pour conseiller la direction et remettre en question certaines décisions; les administrateurs s'engagent à prévoir suffisamment de temps pour l'exécution des attributions du conseil; les administrateurs participent à la détermination et à l'examen des objectifs fonctionnels et des stratégies de l'institution.

Sensibilité : les administrateurs sont sensibles aux questions et aux lacunes soulevées par la direction, les fonctions de supervision indépendante et les organismes de réglementation; ils aident la direction à donner suite aux recommandations et aux exigences réglementaires; ils sont sensibles aux questions soulevées dans les évaluations du conseil ou de la direction par les administrateurs eux-mêmes.

Excellence fonctionnelle : les administrateurs ont recours à des méthodes d'exploitation et à des processus qui permettent de discuter et d'examiner à l'avance des opérations et des enjeux importants en se

⁴³ Bulletin de l'Autorité 2005-04-15, Vol. II n° 15.

fondant sur des informations et des analyses appropriées et opportunes; ils examinent périodiquement la pertinence de l'information nécessaire à l'exécution des responsabilités du conseil, ainsi que la fréquence de sa présentation. »⁴⁴

Traditionnellement, les Bourses et les chambres de compensation étaient des sociétés à but non lucratif appartenant à leurs membres. Par ailleurs, les chambres de compensation opéraient selon un modèle captif. Ainsi, elles étaient souvent créées afin d'offrir des services exclusifs à une Bourse. Au cours des dernières années, ce modèle a changé. D'une part, le modèle de propriété a évolué, plusieurs d'entre elles se sont démutualisées et sont devenues des sociétés à but lucratif. D'autre part, certaines chambres de compensation sont maintenant « indépendantes » et peuvent offrir leurs services de compensation à plusieurs Bourses ou clients. Dans ce dernier modèle, la propriété et la gouvernance de la chambre de compensation lui sont propres, de même que ses objectifs incluant la maximisation de l'avoir des actionnaires.

Les opérations des chambres de compensation sont caractérisées par des externalités et des effets à l'égard du risque systémique; la défaillance d'un participant se répercutant sur un autre. De plus, selon certains, ce secteur peut être touché par la présence de risque moral. Dans la perspective d'une participation du gouvernement en cas de défaillance d'une chambre de compensation, il est possible que les coûts privés en cas de défaut ne soient pas adéquatement pris en compte par les participants⁴⁵. En outre, étant donné la forte présence d'économie d'échelle, il est fort possible qu'une seule chambre de compensation offre ses services à différents marchés. En conséquence, leur performance est critique pour la solidité et l'efficacité des marchés financiers.

Présentement, dans de nombreux marchés, les chambres de compensation opèrent comme un monopole. Il faut sans doute envisager des mécanismes visant à se protéger des coûts des monopoles et des risques associés aux opérations d'un monopole.⁴⁶ Enfin, de par leur fonction, les chambres de compensation détiennent des informations importantes sur les marchés et les institutions participantes au marché; elles possèdent

⁴⁴ BSIF, janvier 2003.

http://www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/fra/directrices/saines/directrices/cgg_guideline_f.pdf.

⁴⁵ Dale, Richard. *Derivatives Clearing Houses: The Regulatory Challenge*. Journal of International Banking Law, Vol. 2 (1997).

⁴⁶ Economia, società e istituzioni. *Evolving Role of Central Counterparty Clearing Houses* Russo, Filippo : Anno XIV / n. 2 Maggio - Agosto 2002 : p. 239.

<http://www.luiss.it/ricerca/istituti/ise/review/2002/02/Russo.pdf>.

donc un « avantage informationnel » qui, dans le pire des cas, pourrait donner lieu à des abus.⁴⁷

D'après l'OICV et la CPSS, la gouvernance inclut :

« ...[les] relations entre les propriétaires, la direction et les autres parties intéressées, y compris les participants et les autorités représentant l'intérêt général. Les principaux éléments qui la caractérisent sont le régime de propriété, la composition et les attributions du conseil d'administration, l'organisation et le rôle de l'audit, les comités de nomination et autres comités clés du conseil, les liens hiérarchiques entre la direction et le conseil, ainsi que les dispositifs par lesquels la direction doit rendre compte de ses activités. »⁴⁸

L'OICV ajoute :

« Governance arrangements are particularly important because the interests in relation to risk management of a CCP's owners, its managers, its participants, the exchanges and trading platform it serves, and the public are different and may conflict. To ensure that such conflicts do not undermine the effectiveness of a CCP's risk management, it is essential that those responsible for this aspect of a CCP's business have sufficient independence to perform their role effectively. There should therefore be a clear separation between the reporting lines for risk management and those for other operations of a CCP. In many cases, this may involve the creation of an independent risk committee. The mandate and operational procedures of any risk committee or other groups established to manage risks should be clearly spelled out and disclosed. »⁴⁹

Au Royaume-Uni, la FSA indique dans sa réglementation qu'une Bourse ou une chambre de compensation doit être une « fit and proper person ». De plus, les exigences de reconnaissance contiennent des informations sur les éléments dont tient compte la FSA pour déterminer si l'entité est « fit and proper » et on y retrouve, entre autres, les éléments suivants : une gouvernance efficace et indépendante, des arrangements qui assurent que l'instance exerçant les pouvoirs administratifs (« governing body ») supervise adéquatement les fonctions pertinentes, l'accès du département de la réglementation à l'instance exerçant les pouvoirs administratifs, la taille et la composition de l'organe de direction, l'intégrité et la compétence des individus qui le composent et, enfin, l'efficacité des mécanismes de gestion des conflits d'intérêts. Par ailleurs, ces entités reconnues doivent fournir des informations au FSA sur les

⁴⁷ Ibid.

⁴⁸ OICV et al. *Recommandations pour les contreparties centrales*. 2004 p. 51
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176-French.pdf>.

⁴⁹ Ibid.

individus clés, les comités permanents, les actions disciplinaires à l'égard des personnes clés et les modifications relativement à sa constitution ou à sa gouvernance.

En France, le requérant qui veut exercer les activités de chambre de compensation doit remplir le « Dossier d'agrément ». On demande des informations générales portant, entre autres, sur les éléments de gestion et de contrôle de l'entreprise (ses ressources, ses états financiers et les liens avec d'autres sociétés) et la déclaration par les fournisseurs de capitaux détenant au moins 10 % des droits de vote. Par ailleurs, au Règlement général de l'AMF France, on indique que : les chambres doivent exercer leurs activités avec diligence, loyauté, neutralité et impartialité; les personnes sous sa responsabilité ou agissant pour son compte sont tenues au secret professionnel; les chambres édictent un code de déontologie applicable à ces personnes et elles délivrent une *carte professionnelle* aux responsables de la surveillance des opérations, du contrôle des adhérents et du contrôle déontologique. Ces gens doivent disposer d'une autonomie suffisante et avoir les moyens d'accomplir leur mission. Chaque année, ils doivent faire rapport à l'AMF France et à l'organe exécutif de la chambre.

Aux États-Unis, le principe 14 de la CEA exige l'établissement des standards pour la Bourse :

« GOVERNANCE FITNESS STANDARDS--The board of trade shall establish and enforce appropriate fitness standards for directors, members of any disciplinary committee, members of the contract market, and any other persons with direct access to the facility (including any parties affiliated with any of the persons described in this core principle). »⁵⁰

Enfin, en Australie, on indique qu'une chambre de compensation doit avoir les arrangements requis pour faire la supervision des services (incluant la gestion des conflits d'intérêts entre les intérêts commerciaux de la chambre et l'obligation de fournir des services de façon juste et équitable). Si la chambre est un « widely held market body », elle doit prendre les moyens nécessaires pour éviter une situation de contrôle inacceptable et pour qu'aucun individu non acceptable (« disqualified », qui n'est pas « fit and proper ») devienne ou demeure impliqué avec la chambre. Enfin, la chambre doit informer l'Australian Securities and Investments Commission (« l'ASIC ») lorsqu'une

⁵⁰ 7 U.S.C. § 7 (d) (14).

personne acquiert ou cesse de détenir 15 % des droits de vote et lors de certains changements relativement aux personnes clés.

La question principale qui se pose est donc de déterminer s'il est approprié d'avoir des exigences relatives à la gouvernance pour ce type d'entité. L'expérience internationale récente pointe dans cette direction et un tel choix irait dans le sens des recommandations de l'OICV/CPSS. À l'opposé, pour certains, cette exigence semble superflue, compte tenu des exigences relatives à la gouvernance imposées généralement aux sociétés ou aux émetteurs assujettis.⁵¹

Recommandations

Dans un principe, on devrait faire référence à la gouvernance de l'entité. Par la suite, dans un règlement ou une instruction générale, on pourrait spécifier les éléments relativement à la gouvernance dont l'Autorité tiendrait compte. L'importance des Bourses et des chambres de compensation dans l'infrastructure financière justifierait l'adoption d'un tel principe. Le principe et les exigences devraient s'appliquer généralement, peu importe la structure de propriété de l'entité (ce qui est conforme à l'approche de l'OICV.) De plus, l'approche devrait permettre de s'ajuster à la notion de gouvernance qui est en constante évolution (cet aspect est un des éléments guidant l'approche réglementaire élaborée récemment par les ACVM en matière de gouvernance.)

Grand principe

« Les pratiques en matière de gouvernance devraient être claires et transparentes afin de répondre aux besoins de l'intérêt public tout en favorisant l'atteinte des objectifs des actionnaires et des adhérents. »

⁵¹ L'European Association of Central Counterparty Clearing House (EACH), dans sa lettre de commentaires pour le document du CPSS/IOSCO, indique que : « We have a concern that the Recommendation duplicates or selects from an increasing number of codes and regulations on corporate governance. It would be invaluable to have a clear explanation of what the public interest is in this area, not least because there are several references to the public interest and to regulators representing that public interest. In the absence of that explanation it is difficult to see why governance should receive such prominent emphasis from regulators, as distinct from emphasis given by the CCPs themselves. As with the Recommendation on efficiency, the assessment will be qualitative and impressionistic. Moreover, elements of the rationale go beyond what is reasonable and justifiable for sound regulatory policy to be applied to all CCPs, in particular where a CCP is a commercial entity operating in a competitive environment. »

Règlements

Les pratiques en matière de gouvernance devraient, entre autres :

- Prévoir une représentation équitable au sein de son conseil d'administration et de ses comités;
- Prévoir une représentation appropriée d'administrateurs indépendants au sein de son conseil d'administration et de ses comités;
- Favoriser l'efficacité des procédures de gestion des risques ;
- Favoriser une gestion efficace des conflits d'intérêts potentiels à l'égard de ses intérêts commerciaux par rapport à l'obligation de fournir des services de façon juste et équitable;
- Fournir les informations pertinentes.

Instructions générales

Les éléments dont tiendrait compte l'Autorité dans son analyse des arrangements relativement à la gouvernance :

- La propriété de l'entité (contrôle, limites, actionnariat/mutuelle);
- Les documents constitutifs;
- Le mandat du conseil d'administration;
- La compétence
- Le code de conduite et d'éthique du conseil d'administration;
- La structure, le rôle et l'indépendance du comité de vérification;
- La structure, le rôle et l'indépendance du comité de gestion des risques;
- Le processus d'adoption de règles;
- La composition, la nomination, l'intégrité du personnel clé/cadres supérieurs;
- La protection des informations importantes au sujet des adhérents.

4.1.4 Ressources financières

Pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et pour procurer une meilleure protection aux investisseurs, les entités réglementées sont fréquemment assujetties à des exigences financières. Par exemple, au Royaume Uni, une règle, similaire à un grand principe, est dédiée à cette question :

*« A firm must maintain adequate financial resources. »*⁵²

Pour ce qui est des Bourses, bien souvent elles ne sont pas assujetties à des exigences de capital spécifiques comme le sont les intermédiaires et les chambres de compensation. Elles doivent toutefois avoir des ressources financières suffisantes pour exercer adéquatement leurs fonctions.

⁵² Statutory Instrument 2001. No. 995 - the *FSMA 2000 (Recognition requirements for investment exchanges and clearing House) Regulations 2001*.

En ce qui concerne les ressources financières des chambres de compensation, l'OICV et la CPSS ont publié des recommandations considérées comme étant le standard pour les chambres de compensation :

« Recommandation 5 : Ressources financières

*Une contrepartie centrale devrait disposer de ressources financières suffisantes pour surmonter au minimum le défaut du participant présentant l'exposition la plus importante dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles. »*⁵³

Par conséquent, le régulateur devrait établir les exigences réglementaires relatives aux ressources financières nécessaires (un grand principe ou des exigences précises telles que certains ratios financiers) et s'assurer que le suivi en serait assuré.

Par ailleurs, puisque les chambres de compensation peuvent être appelées à jouer un rôle très important dans l'infrastructure des marchés financiers, la solidité ou la viabilité de telles institutions est cruciale afin de réduire les effets néfastes d'une défaillance. Dans cette perspective, outre les ressources financières, les régulateurs sont également sensibles aux autres ressources à la disposition de la chambre. Par exemple, la chambre doit avoir des ressources suffisantes pour faire une bonne gestion des risques. De plus, en cas de défaillance des membres, il est possible que la chambre soit tenue de puiser à même son capital pour assurer la compensation de toutes les opérations. En conséquence, l'ensemble des ressources disponibles est un des éléments qui compose la gestion globale des risques effectuée par la chambre de compensation.

Les juridictions examinées ont des exigences générales relativement aux ressources d'une chambre de compensation (financières, opérationnelles et de gestion), soit dans la loi (États-Unis et Australie), soit dans un règlement (Royaume-Uni). Aussi, la plupart des régulateurs demandent également aux chambres de fournir certains rapports financiers.

Aussi, des exigences relatives à l'information financière à fournir par la chambre de compensation à l'Autorité⁵⁴ devraient être prévues dans la Loi ou dans un règlement. On doit également se demander si cette information (ou une partie, par exemple en ce qui

⁵³ Banque de règlements internationaux et OICV. *Recommandations pour les contreparties centrales*. Nov. 2004. p. 26. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176-French.pdf>.

⁵⁴ Le Règlement intitulé Norme canadienne 21-101, *le fonctionnement des marchés* indique à l'article 5.6 que les Bourses et les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations doivent déposer leurs états financiers annuels vérifiés.

concerne les ressources pertinentes à la gestion du risque de défaut d'une chambre de compensation) doit être rendue publique ou, au minimum, divulguée aux adhérents afin de leur fournir l'information dont ils ont besoin pour évaluer les risques potentiels auxquels ils s'exposent en utilisant les services d'une chambre de compensation. Sur ce dernier point, puisque les adhérents deviennent exposés au risque de crédit de la chambre, il est essentiel qu'ils aient un minimum d'information pour évaluer ce risque.

Enfin, il est aussi évident que le régulateur, pour superviser adéquatement les chambres de compensation, doit avoir accès à certaines informations de nature financière ou autres à l'égard des ressources disponibles.

Recommandation

Dans la Loi, il faudrait élaborer un principe général qui souligne la nécessité, pour une entité réglementée, d'avoir les ressources financières suffisantes pour exercer adéquatement ses activités.

De plus, la Loi devrait aussi inclure un principe général visant à obliger les entités réglementées à fournir au régulateur de même qu'à ses participants/adhérents/membres toute l'information raisonnable qu'ils sont en droit de recevoir.

Toutefois, ce dernier principe devrait faire l'objet de précisions dans un règlement quant aux informations nécessaires à transmettre à l'Autorité pour qu'elle puisse superviser adéquatement l'entité réglementée. Cela comprend, entre autres, des informations de nature financière, des rapports sur la gestion du risque, les plaintes et les activités disciplinaires.

Grands principes

« Une entité réglementée doit s'assurer de maintenir en tout temps les ressources financières adéquates pour ses opérations. »

« Une entité réglementée doit traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec l'Autorité et communiquer de façon appropriée à l'Autorité tout renseignement dont celle-ci s'attend raisonnablement à être informée. Elle doit également communiquer des informations utiles à ses participants/adhérents/membres. »

Règlements

Les informations que doit transmettre l'entité réglementée à l'Autorité ainsi que la fréquence et le format doivent être établis de concert.

4.1.5 Gestion des risques

La gestion des risques chez tous les intervenants du secteur financier occupe une place cruciale et en évolution constante depuis plusieurs années. Une saine gestion des risques est de toute évidence primordiale pour les sociétés d'infrastructure, telles que les Bourses ou les chambres de compensation. Ces sociétés doivent, d'une part, identifier et analyser les risques auxquels elles sont exposées et, d'autre part, développer des stratégies de gestion de ces risques. Enfin, soulignons que différents groupes, au sein de chacune de ces entreprises, jouent un rôle particulier dans ce domaine : le conseil d'administration, la haute direction, le comité de vérification et le comité de gestion des risques. Les risques et leur gestion sont multiples et incorporent, entre autres, les systèmes, les opérations, les produits, les ressources humaines, les ressources financières, les risques légaux et les risques de marchés.

Un des aspects importants, depuis plusieurs années, est la gestion des risques liés aux systèmes informatiques utilisés par les participants du secteur financier. Les opérations des Bourses et des chambres de compensation n'y font pas exception. Compte tenu des risques potentiels auxquels sont exposés les investisseurs par les opérations en Bourse, la réglementation exige des contrôles adéquats et des systèmes fiables. Les systèmes électroniques de négociation et d'appariement des opérations sont d'une importance primordiale et les marchés doivent démontrer de façon continue leur robustesse et fiabilité. De par leur rôle de centralisation des opérations des participants au marché et de la concentration des risques qui en résulte, les chambres de compensation doivent également avoir recours à des systèmes efficaces, fiables et sécuritaires. Enfin pour ces entités, les systèmes de communication et de tenue des dossiers ou conservation de données relatives aux opérations sont aussi critiques.

Par ailleurs, au cours des dernières années en particulier, la nécessité de développer et de maintenir des plans de poursuite des activités et des sites ou systèmes miroirs est devenue une évidence. La croissance fulgurante du volume des opérations au cours de la décennie 90 a mis en relief la nécessité de créer des systèmes et d'avoir les moyens technologiques pour répondre à une demande non anticipée, tout en évitant la congestion des systèmes ou les pannes (besoin d'une capacité excédentaire). Enfin, comme les Bourses et les chambres de compensation détiennent des informations

privées et importantes sur les participants au marché, leurs opérations et leurs positions, la sécurité des systèmes et le contrôle de l'accès aux informations sont primordiaux.

Les entités réglementées sont exposés à des degrés divers à ces risques et ces dernières doivent être gérées de façon adéquate. Étant donné leur rôle de contrepartie centrale sur le marché des dérivés (boursiers), les chambres de compensation ont une incidence particulière sur les risques présents dans le secteur financier. Soulignons toutefois, avant de poursuivre, que toutes les juridictions étudiées ont un principe ou une règle relativement aux systèmes ou aux ressources utilisées par les entités réglementées.⁵⁵

Pour une chambre de compensation, l'utilisation de ses services ne signifie pas une élimination de tous les risques liés à une opération. Par exemple, pour le risque de contrepartie, la chambre de compensation redistribue le risque de contrepartie initial : elle remplace le risque d'une société par le risque de la chambre.⁵⁶ Advenant la défaillance d'un adhérent, les pertes subies seront assumées, le cas échéant, par la chambre et par les autres adhérents. Une chambre de compensation est donc exposée à un ensemble de risques : crédit, opérationnel, légal, marché, liquidité, règlement, investissement et fiduciaire⁵⁷, dont la gestion efficace est un des éléments les plus importants à considérer, autant pour les régulateurs que pour les adhérents de la chambre. L'importance de la gestion des risques se reflète dans le fait que huit des recommandations du rapport du CPSS/OICV touchent des aspects de la gestion des risques. Advenant une gestion déficiente des risques, l'existence d'une chambre de compensation pourrait même accroître les risques systémiques.

« A central counterparty, by definition, concentrates and re-allocates risk. As such, it has the potential either to reduce or to increase the systemic risk in a market. In general, there are good reasons to suppose that a central counterparty can insulate a market against crisis.

⁵⁵ L'article 18 de la Regulations 2001 au Royaume-Uni incorpore le concept de « controls » relativement à la transmission des informations, à l'évaluation et la gestion des risques, à la garde des avoirs et au règlement des opérations. Voir également le principe I : « System safeguards » du CFMA 2000 ou l'article 7.3.06 du *Corporations Regulations* en Australie.

⁵⁶ Les chambres de compensation de produits dérivés s'interposent dans toutes les opérations en devenant la contrepartie de chacun des intervenants initiaux qui ont réalisé une opération sur une Bourse (processus de novation).

⁵⁷ EACH (2001) a identifié des normes auxquelles devraient adhérer les chambres de compensation relativement aux éléments suivants: « counterparty risk, valuation and margining, money settlement and custodial arrangements, financial resources of the clearing house, default arrangements, risk management arrangements and resources, IT arrangements and resources of the clearing house, disclosure of risk management practices and of the nature of the clearing house guarantee ».

But this requires the risks arising to be identified, priced fully and backed by adequate capital, and the procedures for allocating losses to be clearly defined and made transparent.

If the procedures followed are not predictable and transparent, then the presence of a central counterparty in a market may serve to exacerbate systemic risk. A particular problem may occur if market participants do not share in the default risk to the central counterparty and so have no interest in the exposures that it takes on. If there is not some incentive compatibility between the backers and users of the central counterparty — in other words, if the users do not have an exposure to the losses of the central counterparty — the users may be less likely to trade prudently, increasing the overall levels of risk in the market.

Even if the central counterparty's risk management procedures are in theory sound, their effectiveness is still dependent on the competent implementation of those procedures by its management... »⁵⁸

Parmi les différents risques toujours présents, la gestion du risque de crédit restera cruciale pour la chambre de compensation. Elle aura recours à différents éléments pour se protéger de la défaillance d'un adhérent. Ces mesures peuvent être regroupées en trois grands types :⁵⁹

- Les moyens pour **minimiser les risques de défaut d'un participant**, incluant par exemple : les conditions d'accès, le capital requis, les notations de crédit, les limites de position, l'augmentation du capital si certains seuils sont atteints, les systèmes et ressources appropriés, le recours à un personnel expérimenté et bien formé, et aussi la surveillance des adhérents par la chambre, une garantie de la maison mère, les limites de fluctuation de prix.
- Les moyens pour **minimiser les pertes de la chambre en cas de défaillance d'un adhérent**, incluant, par exemple, l'utilisation des marges (en argent, ou en collatéral), les appels de marge quotidiens ou intra journaliers, l'évaluation au prix du marché (« mark-to-market ») et les dépôts en fiducie des actifs des clients.
- Les moyens et les procédures d'**allocation des pertes le cas échéant** : la fermeture ou le transfert des positions des clients et des adhérents, l'utilisation de surplus accumulés par la chambre ou de son capital, l'utilisation du fonds de

⁵⁸ Hills et al. (1999).

⁵⁹ Dale (1997), Hills et al. (1999).

garantie, les appels de fonds supplémentaires auprès des adhérents, l'appel de capital auprès des propriétaires ou l'assurance.

Aux États-Unis, les chambres de compensation doivent démontrer le respect d'un principe relatif à la gestion des risques :

« (D) RISK MANAGEMENT.—The applicant shall have the ability to manage the risks associated with discharging the responsibilities of a derivatives clearing organization through the use of appropriate tools and procedures. »⁶⁰

Par ailleurs, au Royaume-Uni, on retrouve l'article suivant dans la réglementation relative aux chambres de compensation :

« Systems and controls

18. (1) The clearing house must ensure that the systems and controls used in the performance of its functions are adequate, and appropriate for the scale and nature of its business.

(2) This requirement applies in particular to systems and controls concerning -

(a) the transmission of information;

(b) the assessment and management of risks to the performance of the clearing house's functions;

(c) the operation of the matters mentioned in paragraph 19(2)(b) below; and

(d) (where relevant) the safeguarding and administration of assets belonging to users of the clearing house's facilities. »⁶¹

Plusieurs régulateurs portent une attention particulière au risque de défaillance et ont donc édicté des règles ou principes portant sur les défaillances. Par exemple, au Royaume-Uni, la chambre doit avoir des règles, lesquelles doivent inclure certains éléments tels que les droits et obligations du défaillant, le calcul des montants nets, le partage de l'information.

Du point de vue des adhérents d'une chambre de compensation, étant donné leur exposition potentielle à une perte en cas de défaillance d'un autre adhérent, ils doivent

⁶⁰ 7 USC § 7a-1 (c)(2).

⁶¹ *Financial Services and Markets Act 2000 (Recognition Requirements for Investment Exchanges and Clearing Houses) Regulations 2001, Sched. Regulations 4 & 5, Part III, 18(1) et seq.*

être en mesure de surveiller et de donner des incitatifs aux gestionnaires de la chambre afin de s'assurer que les procédures de contrôle reflètent leur tolérance au risque.⁶² En particulier, cela implique que la chambre doit être transparente relativement à ses risques et à leur gestion. Selon certains, cela suggère même que les contributeurs au fonds de garantie ou autre forme de capital soient propriétaires de la chambre ou, qu'à tout le moins, les gestionnaires de la chambre rendent compte de leurs actes aux adhérents.

Pour terminer, soulignons quelques éléments réglementaires spécifiques aux Bourses. Aux États-Unis, elles sont tenues par le grand principe No 11 *Financial integrity of contracts* d'assurer l'intégrité financière des contrats négociés sur leur marché avec l'utilisation d'une chambre de compensation reconnue et la mise en vigueur de règles pour la protection des avoirs des investisseurs chez les courtiers.

« (11) *Financial integrity of contracts: The board of trade shall establish and enforce rules providing for the financial integrity of any contracts traded on the contract market (including the clearance and settlement of the transactions with a derivatives clearing organization), and rules to ensure the financial integrity of any futures commission merchants and introducing brokers and the protection of customer funds.* »⁶³

De plus, le grand principe No 6 de la CFTC exige des règles de « Emergency Authority » pour faire face aux situations imprévues et inquiétantes du marché :

« (6) *Emergency authority*

The board of trade shall adopt rules to provide for the exercise of emergency authority, in consultation or cooperation with the

⁶² Hills et al. (1999).

⁶³ 7 USC § 7 (d)(11). Du *guidance* de la CFTC pour le Principe No 11: « *Clearing of transactions executed on a designated contract market other than transactions in security futures products, should be provided through a Commission-registered derivatives clearing organization. In addition, a designated contract market should maintain the financial integrity of its transactions by maintaining minimum financial standards for its members and non-intermediated market participants and by having default rules and procedures. The minimum financial standards should be monitored for compliance purposes. The Commission believes that in order to monitor for minimum financial requirements, a designated contract market should routinely receive and promptly review financial and related information from its members. Rules concerning the protection of customer funds should address the segregation of customer and proprietary funds, the custody of customer funds, the investment standards for customer funds, related recordkeeping and related intermediary default procedures. The contract market should audit its members that are intermediaries for compliance with the foregoing rules as well as applicable Commission rules. These audits should be conducted consistent with the guidance set forth in Division of Clearing and Intermediary Oversight Interpretations 4-1 and 4-2. A contract market may delegate to a designated self-regulatory organization responsibility for receiving financial reports and for conducting compliance audits pursuant to the guidelines set forth in §1.52 of this chapter* ».

Commission, where necessary and appropriate, including the authority to--

(A) liquidate or transfer open positions in any contract;

(B) suspend or curtail trading in any contract; and

(C) require market participants in any contract to meet special margin requirements. »

Au Royaume-Uni, les risques qui inquiètent la FSA sont ceux qui peuvent causer le mauvais fonctionnement du marché. Une Bourse respecte le règlement lorsqu'elle possède l'actif liquide pour couvrir les frais d'un dénouement ordonné de ses activités, tout en respectant les exigences de la reconnaissance et toute autre obligation réglementaire.

Analyse des alternatives

En général, des obligations à un haut niveau relativement à la gestion des risques sont présentes dans la Loi. En ce qui concerne le Royaume-Uni, les exigences se retrouvent plutôt dans *Regulations 2001* mais, il s'agit, dans sa forme, d'un grand principe.

Un premier aspect à déterminer est donc de voir si la gestion des risques doit faire l'objet d'articles spécifiques ou de principes particuliers. Par ailleurs, que ce soit aux États-Unis (grand principe) ou au Royaume-Uni (plusieurs articles dans *Regulations 2001*), les règles en cas de défaillance (pour les chambres de compensation) sont fréquemment énoncées séparément. Enfin, de par leur rôle central, les systèmes utilisés par les entités réglementées pourraient faire l'objet d'un traitement distinct dans la réglementation. Les options sont donc d'avoir seulement un principe général portant sur la gestion des risques, incluant la gestion des systèmes ou d'avoir plusieurs principes portant sur la gestion des risques, sur les règles en cas de défaillance et sur la gestion des systèmes.

Recommandations

Un grand principe relativement à la gestion des risques est recommandé afin d'identifier clairement l'importance de cette activité pour les opérations d'une chambre de compensation ou d'une Bourse. L'importance de ces sociétés dans l'infrastructure du secteur financier justifie amplement l'intérêt porté par les régulateurs à cet aspect. Nous croyons de plus que l'utilisation d'un principe, tel que retrouvé dans plusieurs juridictions,

pourra accomplir les objectifs fondamentaux tout en donnant la latitude voulue aux entités réglementées. En ce qui concerne le traitement des défaillances, selon nous, l'approche visant un seul principe général portant sur la gestion des risques, est préférable et peut englober aisément le processus de gestion des défaillances par les entités réglementées.

Le grand principe pourrait donc inclure les éléments suivants :

- l'entité réglementée doit être en mesure de gérer tous les risques associés à ses opérations;
- elle doit adopter les procédures nécessaires et se munir des outils appropriés;
- elle doit adopter des règles et des procédures afin de gérer efficacement et de façon équitable les défaillances des adhérents.

Par ailleurs, dans une instruction générale, l'AMF pourrait fournir davantage d'informations sur les éléments dont elle pourra tenir compte dans son analyse du respect du principe. On pourrait ainsi indiquer que l'AMF tiendra compte des éléments suivants :

- la nature et la taille des opérations compensées;
- l'utilisation d'outils de gestion des risques (modélisation, ressources pour faire face à une défaillance, plan de contingence, « stress test »...);
- l'utilisation de collatéral (type, modélisation/détermination, évaluation, processus d'appel de marges,...);
- la définition des situations de défaillance;
- le processus à suivre en cas de défaillance (les étapes et les pouvoirs de la chambre, la fermeture des positions, le transfert des positions, l'utilisation des marges, les paiements des montants dus, la gestion des comptes des clients par rapport aux comptes des adhérents, les informations transmises au public).

Un autre élément important de la gestion des risques provient du rôle des adhérents de la chambre de compensation. Ces derniers doivent être en mesure de bien évaluer les

risques liés à la participation à une chambre de compensation. Afin de pouvoir évaluer adéquatement les risques existants, il est essentiel qu'il y ait une certaine ouverture au niveau de la gestion des risques. Dans cette perspective, la Loi devrait inclure une exigence à cet égard. Il faut toutefois reconnaître que, pour des raisons commerciales, les chambres ont sans doute des motivations suffisantes pour rendre certaines informations disponibles. Par ailleurs, par règlement, on devrait prévoir la conclusion d'ententes ou de protocoles avec l'Autorité quant au contenu et au mode de publication.

Les régulateurs, tels qu'aux États-Unis ou en Australie, peuvent émettre des directives pour réduire les risques systémiques ou en cas de situation urgente. Ce pouvoir devrait être prévu dans la Loi (voir la Partie 5, Pouvoirs de l'Autorité.)

Toutefois, il apparaît important d'inclure dans la Loi un principe sur les systèmes informatiques qui pourrait aussi être combiné avec un principe sur la gestion des risques (puisque'il s'agit de deux aspects distincts, une séparation de ces grands principes nous semble préférable.) Par ailleurs, au niveau d'une instruction générale, l'AMF pourrait préciser les éléments dont elle pourrait tenir compte.

Enfin, des éléments tels que l'étendue des informations à conserver et la durée de rétention pourrait se faire par un protocole ou convention avec l'entité visée, une approche qui procure une plus grande souplesse par rapport à un article de Loi ou un règlement.

Grands principes

« Une entité réglementée doit veiller avec diligence à organiser et à contrôler ses activités de façon responsable et efficace, au moyen de systèmes adéquats de gestion du risque. »

« Une entité réglementée doit avoir et se servir des systèmes appropriés pour la bonne exécution de ses opérations, y compris au niveau de la sécurité, de la fiabilité, de la capacité et des plans de secours. »

« Une entité réglementée doit établir des procédures pour détecter tout problème des intervenants qui pourrait résulter des cas de défaut. »

Les instructions générales

Des éléments dont l'Autorité tiendra compte, par exemple :

- *la surveillance des systèmes;*
- *la transmission des informations;*
- *l'accès aux systèmes;*
- *la protection/contrôle des informations;*
- *les procédures d'urgences ou poursuite des activités*
- *l'examen périodique indépendant des systèmes et des procédures liées;*
- *la tenue des dossiers;*
- *la piste de vérification.*

4.1.6 Accès

Les Bourses et les chambres de compensation sont des acteurs importants pour le développement du marché et pour la négociation des instruments dérivés. Ces entités facilitent la gestion des risques et le processus de détermination des prix. Afin de contribuer pleinement au développement de ce marché et d'en accroître la liquidité et l'efficacité, elles ont besoin d'une participation des intervenants du marché. Toutefois, l'accès aux Bourses et aux chambres de compensation doit être assujéti à des critères qui protègent le fonctionnement ordonné du marché ainsi que les intérêts des investisseurs.

L'accès aux Bourses est limité à des catégories spécifiques d'intervenants. Les catégories et leurs exigences sont discutées dans la section 4.2.1 du présent document.

Pour leur part, les chambres de compensation n'offrent directement leurs services qu'à certains intervenants des marchés financiers, soit les membres compensateurs. Les intervenants qui n'ont pas un accès direct aux services de la chambre doivent utiliser les services de membres compensateurs.

La question est donc de savoir qui peut avoir accès directement à une chambre de compensation et à quelles conditions. D'une part, un accès facile et disponible à tous

favoriserait la concurrence et pourrait, en théorie, être plus efficace car il regrouperait un plus grand nombre d'institutions. À mesure que de nouveaux adhérents se joignent à une chambre de compensation, ceux-ci procurent plus d'opportunités de compensation pour les autres adhérents tout en permettant une plus grande répartition des risques.

D'autre part, l'accès aux services de la chambre de compensation est un des premiers éléments de gestion des risques et milite donc en faveur d'un resserrement des critères. Plus précisément, parmi les outils de protection dont dispose une chambre de compensation contre la défaillance d'un adhérent, on retrouve toujours les ressources financières et les autres conditions initiales imposées à tout adhérent qui souhaite avoir un accès direct à la chambre. Dans cette optique, des éléments tels que la solidité financière des adhérents et leurs capacités opérationnelles doivent être prises en considération. Par ailleurs, il ne faut pas oublier que les adhérents d'une chambre, en cas de défaillance d'un autre adhérent, peuvent devoir éponger une partie des pertes subies. La chambre de compensation devrait également avoir la possibilité d'ajuster le capital requis en fonction des positions.⁶⁴ Enfin, les adhérents doivent avoir les autorisations requises, les arrangements bancaires appropriés, les ententes nécessaires pour livrer le collatéral, les systèmes et les ressources appropriés, un personnel et des gestionnaires expérimentés, bien formés et qualifiés.

Le Règlement intitulé Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement des marchés* prescrit les règles d'accès imposées aux Bourses, aux systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations et aux systèmes de négociation parallèle. Ces entités doivent établir des normes, ne pas interdire indûment l'accès à leurs services et tenir les livres et registres nécessaires à leurs activités.

Certaines juridictions, notamment le Royaume-Uni et les États-Unis, ont adopté des articles de lois ou de règlements visant à encadrer l'accès aux services offerts par ces entités. Par ailleurs, dans son rapport de 2004, le comité CPSS/OICV a formulé la recommandation suivante :

« 2. *Conditions de participation*

Une contrepartie centrale devrait exiger que ses membres disposent de ressources financières suffisantes et de capacités opérationnelles solides pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation. Une

⁶⁴ EACH (2001).

contrepartie centrale devrait disposer de procédures permettant de contrôler que les conditions de participation sont remplies en permanence. Les conditions de participation à une contrepartie centrale devraient être objectives, publiques et permettre un accès équitable et non discriminatoire. »⁶⁵

Parmi les alternatives possibles, l'Autorité pourrait décider de ne pas intervenir dans ce domaine et laisser les entités et les forces du marché décider de l'accès à leurs services. À l'inverse, l'AMF pourrait elle-même établir des critères spécifiques qui régissent l'accès aux entités. Enfin, l'AMF pourrait laisser le soin à l'entité de déterminer les critères ou conditions d'accès en établissant cependant des balises par l'adoption d'un principe qui devrait être respecté.

Recommandation

Les Bourses et les chambres de compensation sont des composantes fondamentales de l'infrastructure financière. Pour le secteur financier et l'efficacité des marchés, un accès juste et équitable aux services offerts est très important afin de s'assurer que l'accès aux services ne constitue pas une barrière inappropriée à l'entrée et doit favoriser la concurrence entre les participants aux marchés. Ceci n'implique cependant pas que l'entité réglementée ne doive pas établir des critères d'admission adéquats (tels que les ressources financières et opérationnelles). En effet, ces critères d'adhésion sont un des éléments critiques d'une saine gestion des risques qui est elle-même au cœur de ses activités. Il sera nécessaire pour les régulateurs et les entités de réconcilier ces objectifs contradictoires. Par ailleurs, il importe, pour les participants aux marchés et les régulateurs, que ces critères soient transparents. Pour que les critères soient pleinement utiles, la conformité aux critères par les adhérents devrait être validée périodiquement.

Dans ce contexte, il est proposé d'adopter un principe visant à s'assurer que l'accès aux services des entités réglementées reflète ces objectifs.

Grands principes

« Une entité réglementée doit établir des critères d'adhésion adéquats et transparents afin d'assurer un accès juste et équitable. »

⁶⁵ BRI et OICV *loc. cit.* p. 17.

4.1.7 Certification des instruments dérivés

Les contrats à terme apportent des risques particuliers aux marchés financiers. Ces instruments peuvent être utilisés pour commettre des manipulations des marchés à terme, des marchés au comptant ou bien des deux. L'effet de levier, ainsi que la volatilité d'un produit liquide multiplient grandement les pertes potentielles des investisseurs. Pour éviter les actions trompeuses ou manipulatrices, les contrats doivent présenter des caractéristiques qui ne permettent pas une concentration des instruments dérivés ou des éléments sous-jacents.

« No single duty of the contract markets under the Act is assigned as high a priority in the regulatory scheme as the prevention of price manipulations and commodity corners. Markets that are unduly susceptible to tampering serve neither the public nor the industry well. Accordingly, both the [Regulator] and the contract markets themselves concentrate substantial effort toward the prevention of conditions that endanger the competitiveness and integrity of futures trading. »⁶⁶

Présentement, la LVM est rédigée de façon à permettre d'encadrer la plupart des instruments financiers incluant certains produits dérivés et autres produits structurés.

L'article 1.1 du *Règlement sur les valeurs mobilières*, R.R.Q., c. V-1.1, r.1 («RVM») précise que certaines parties de la LVM s'appliquent aux contrats à terme sur marchandises, sur produits financiers, sur devises et sur indices boursiers :

« Les contrats à terme sur marchandises, sur produits financiers, sur devises et sur indices boursiers deviennent une forme d'investissement assujettie aux titres V à VII et IX à XI de la Loi, compte tenu des adaptations nécessaires. L'Autorité des marchés financiers a le pouvoir de décider des adaptations nécessaires à l'application de ces dispositions aux contrats à terme. »

L'article 1.4 du RVM spécifie la restriction suivante :

« Les opérations sur les marchés à terme ne peuvent porter que sur des contrats figurant sur la liste établie par l'Autorité. Cette liste comprend les contrats approuvés soit par l'Autorité, soit, dans le cas de Bourses établies dans une autre province canadienne ou aux États-Unis, par l'autorité de contrôle désignée par elle.

L'Autorité peut radier un contrat de cette liste. »

⁶⁶ McBride Johnson. *Derivatives Regulation*. 1982 §2.17.

La Commission [des valeurs mobilières du Québec] a prononcé le 9 avril 1986 la décision n° 7712 afin de décider que les opérations à terme peuvent porter sur les contrats suivants :

- « 1° *les contrats à terme négociés sur la Bourse de Montréal, sur le Toronto Futures Exchange et sur le Winnipeg Commodity Exchange;*
- 2° *les contrats à terme négociés sur une Bourse de marchandises établie aux États-Unis et désignée par la Commodity Futures Trading Commission comme marché à terme conformément au Commodity Exchange Act (États-Unis);*
- 3° *les contrats à terme négociés sur le London Metal Exchange ou conformément aux règles de cette Bourse;*
- 4° *les contrats à terme négociés sur une Bourse de marchandises établie à l'extérieur du Canada et des États-Unis; à l'exception du London Metal Exchange. »*

Néanmoins l'article 1.5 du RVM vient permettre une exception⁶⁷ à la règle de l'article 1.4 du RVM dans le cas de transaction de gestion du risque:

« Toutefois, la règle établie à l'article 1.4 est sans application dans le cas de l'opérateur professionnel, c'est-à-dire de la personne qui exerce habituellement une activité professionnelle l'exposant à un risque de prix et qui se protège par des opérations sur des marchés où se négocient des contrats à terme propres à le garantir contre ce risque. »

L'article 67 de la LVM vient dispenser de prospectus, le placement de certains produits dérivés en autant que la personne qui les met en circulation soit agréée par l'Autorité :

« Dans le cas des titres visés aux paragraphes 4° et 5° de l'article 1, négociables sur un marché organisé, ou dans le cas des options visées au paragraphe 8° du même article, la personne qui les met en circulation, au lieu d'établir un prospectus, doit être agréée par l'Autorité, selon les conditions prévues par règlement. »

L'article 167 de la LVM stipule que le courtier doit remettre le document d'information prévu à l'article 67 de la LVM :

⁶⁷ Des dispenses de l'application de l'article 1.4 du Règlement peuvent être accordées ; voir le Bulletin hebdomadaire : 2002-09-06, Vol. XXXIII n° 35 où les sociétés Natural Gas Exchange et NGX Financial sont dispensées malgré le fait qu'elles ne figurent pas dans la liste établie par la Commission, dans ladite décision.

« Le courtier qui négocie pour le compte d'un client des titres visés à l'article 67 doit lui remettre, avant la première opération sur un marché donné, le document d'information prévu à cet article. »

De plus, lorsque l'Autorité accorde l'agrément prévu à l'article 67 de la LVM, la personne qui met en circulation les titres doit transmettre les informations prévues à l'article 71 du RVM :

« L'AMF accorde l'agrément prévu à l'article 67 de la Loi aux conditions suivantes:

- 1° la personne qui met en circulation des titres visés à cet article fournit dans sa demande les informations suivantes :*
 - a) sa dénomination sociale, l'adresse de son siège social, le mode et la date de sa constitution;*
 - b) une brève description de son activité;*
 - c) le nom des membres du conseil d'administration et leur profession principale;*
 - d) les états financiers vérifiés pour le dernier exercice;*
 - e) une description des divers types de contrats qu'elle désire mettre en circulation ou garantir;*
- 2° l'agrément ne demeure valable que dans la mesure où la personne qui met en circulation les titres visés à l'article 67 de la Loi dépose auprès de l'Autorité, dans les 150 jours suivant la fin de son exercice, les informations exigées aux sous-paragraphes a à d du paragraphe 1°;*
- 3° l'agrément ne vise que les types de contrats mentionnés dans la demande. »*

L'Autorité doit donner son accord à la personne agréée avant la mise en circulation de tout nouveau type de contrat conformément à l'article 71.1 du RVM :

« Avant de mettre en circulation un nouveau type de contrat, la personne agréée dépose auprès de l'Autorité les informations relatives à ce nouveau contrat; elle peut le mettre en circulation lorsque l'Autorité donne son accord ou ne formule pas d'opposition dans les dix jours ouvrables suivant la réception. »

Le placement des produits dérivés suivants est dispensé de prospectus, toutefois le document d'information prévu par le Règlement intitulé Instruction générale n° Q-22, *Document d'information sur les contrats à terme, sur les options négociables sur un*

marché reconnu et sur les options négociables sur contrats à terme doit être préparé et transmis aux participants du marché:

- « 1. *Dans le cas de contrats à terme, le document d'information prévu par l'article 67 de la Loi présente l'information prévue à l'annexe 1.*
2. *Dans le cas d'options négociables sur un marché reconnu, à l'exception des options sur contrats à terme, le document d'information prévu par l'article 67 de la Loi reproduit l'annexe 2.*
3. *Dans le cas d'options négociables sur contrats à terme, le document d'information prévu par l'article 67 de la Loi reproduit l'annexe 3. »*

L'Autorité a accordé par décision générale de son Président-Directeur général une dispense de l'exigence prévue pour le courtier en valeurs qui négocie des titres pour le compte d'un client de l'obligation prévue à l'article 167 de la Loi, relativement à la remise du document d'information prévu au Règlement n° Q-22, à la condition que le courtier en valeurs remette à son client en lieu et place, le document d'information de l'ACCOVAM sur les risques à l'égard des contrats à terme et options.

L'abondance de nouvelles normes en matière de s valeurs mobilières au cours des dernières années a ouvert la porte et a donné lieu à de nombreuses possibilités pour certains émetteurs d'effectuer des placements de titres (options, bons de souscription, titres de dettes liées au rendement d'un actif ou d'un groupe d'actifs sous-jacents) au moyen d'un prospectus, notamment en vertu des dispositions de la norme canadienne 44-102, *Placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*, qui permet d'avoir accès au marché de façon très rapide, quoique les produits jugés innovateurs doivent faire l'objet d'une analyse préalable par les autorités réglementaires canadiennes. Les règles d'encadrement qui imposaient certaines contraintes et restrictions pour les produits pouvant être offerts au public par l'entremise des organismes de placement collectif sont très facilement contournées et il est maintenant possible d'offrir des parts qui permettent aux porteurs de bénéficier du rendement obtenu par un indice qui comprend par exemple, un panier de contrats à terme sur marchandises, sans toutefois avoir à respecter les règles plus restrictives du *Règlement 81-104 sur les fonds marché à terme*. De plus, les dispositions de ce Règlement trouvent très rarement application depuis son entrée en vigueur en 2003 car aucun fonds d'investissement de marché à terme n'a encore déposé un prospectus pour effectuer un placement au Québec. La

plupart des fonds sont constitués comme des fonds privés offerts auprès d'acquéreurs avertis ou auprès de personnes investissant au moins 150 000 \$; ils bénéficient alors d'une dispense statutaire de prospectus.

En Ontario, la plupart des options sont réglementées par la *Loi sur les valeurs mobilières* alors que les contrats à terme sur marchandises et les options sur contrats à terme sur marchandises sont assujettis à une loi distincte, soit la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*.

Dans la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*, le processus d'approbation des contrats est prévu à l'article 36 :

« Approbation de la forme des contrats par le directeur

36. (1) Le directeur, saisi de la demande présentée à cet effet par une Bourse de contrats à terme sur marchandises inscrite ou reconnue par la Commission aux termes de la présente partie ou présentée pour le compte de cette Bourse, et après le dépôt d'une copie de toutes les stipulations d'un contrat qu'il est projeté de négocier en Ontario, approuve la forme de ce contrat s'il est convaincu que l'approbation n'aura pas pour effet de porter atteinte à l'intérêt public. Le directeur tient compte, en rendant sa décision, des éléments suivants, à savoir :

a) s'il y a raisonnablement lieu de croire qu'il est ou sera fait un usage plus qu'occasionnel de ce contrat lors des transactions d'arbitrage en couverture;

b) si, à l'égard d'un contrat à terme sur marchandises, chaque stipulation est conforme aux pratiques commerciales normales établies à l'égard de l'opération qui porte sur la marchandise ou, dans le cas contraire, s'il existe des motifs raisonnables qui justifient l'absence de conformité;

c) si, à l'égard d'un contrat à terme sur marchandises, la Bourse de contrats à terme sur marchandises impose des niveaux de couverture satisfaisants, des limites satisfaisantes quant au cours quotidien, aux opérations quotidiennes et aux positions;

d) si, à l'égard d'une option sur contrat à terme sur marchandises, la forme du contrat à terme sur marchandises qui fait l'objet de l'option a été approuvée conformément à la présente partie;

e) si, à l'égard d'une option sur contrat à terme sur marchandises, l'exécution des obligations relatives à la levée de l'option est raisonnablement garantie par les règles et procédures établies et rigoureusement appliquées. L.R.O. 1990, chap. C.20, par. 36 (1). »

Aux États-Unis⁶⁸, la CFMA prévoit une structure à plusieurs paliers pour les marchés organisés de contrats à terme. Le *Designated Contract Market* (DCM) qui était auparavant le seul type de Bourse de contrats à terme, demeure présent mais toutefois soumis à une nouvelle forme de supervision qui permet une plus grande flexibilité que la réglementation précédente. De plus, deux nouvelles catégories de Bourses de contrats à terme ont été créées, les *Derivatives Transactions Execution Facilities* (DTEF) et les *Exempt Boards of Trade*. Elles bénéficient d'une réglementation allégée mais doivent opérer avec des restrictions importantes concernant les participants et les produits.

Afin de permettre à la CFTC de se transformer en une agence de surveillance dont l'objectif principal est d'administrer les grands principes, les Bourses se sont vues octroyer une plus grande flexibilité dans la façon dont elles gèrent leurs opérations et leurs activités. En vertu des nouvelles dispositions statutaires concernant l'approbation des nouveaux contrats, les Bourses ont une certaine discrétion et n'ont plus à obtenir l'approbation préalable de la CFTC pour les nouveaux contrats. Le processus d'approbation a été remplacé par un processus de certification au cours duquel la Bourse doit démontrer que les grands principes ont été respectés. Toutefois, les Bourses ont l'option de demander à la CFTC d'approuver les nouveaux contrats advenant une incertitude vis-à-vis le respect des grands principes. La CFTC doit agir rapidement, soit dans les 90 jours suivant la demande. Elle peut refuser le nouveau contrat seulement si ses caractéristiques ne respectent pas le CEA. La demande d'approbation peut être déposée en tout temps même après le lancement du nouveau contrat.

Alternatives

Le processus de certification des instruments dérivés devrait donc être basé sur une analyse des niveaux de risques que représentent les transactions sur ces instruments dérivés. De plus, le concept d'auto-certification des nouveaux instruments dérivés, qui existe actuellement dans la réglementation américaine, permettrait une plus grande flexibilité pour répondre à la concurrence et pour lancer des nouveaux produits sans les

⁶⁸ Les produits dérivés qui se qualifient à titre de *security* sont définis à l'article 2(1) du *Securities Act of 1933* et à l'article 3(a)(10) du *Securities Exchange Act of 1934* et la liste des instruments est la suivante : « *note, stock, treasury stock, bond, debenture, certificate of interest, or participation in any profit sharing agreement – or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a security.* » Donc, si un instrument dérivé constitue un « *security* », l'émission et le placement doit respecter les lois sur les valeurs mobilières fédérales qui sont sous la juridiction de la SEC.

délais souvent longs associés à l'approbation préalable de l'Autorité. Le processus de certification auprès de l'Autorité exigera toutefois le dépôt de tous les documents et informations pertinents ainsi qu'une certification que les caractéristiques du nouveau produit sont en conformité avec les grands principes applicables à un marché organisé de produits dérivés. Le personnel de l'Autorité devra alors faire une analyse des informations déposées et intervenir au besoin pour exiger des modifications ou pour demander le retrait du nouveau produit et imposer les sanctions disciplinaires dans certains cas d'abus du processus.

L'alternative est de conserver le processus d'approbation préalable actuel. L'inconvénient d'une telle approche est la longueur des délais d'approbation.

Recommandation

La réglementation sur les instruments dérivés devrait prévoir un régime d'auto-certification qui exigerait de l'entité réglementée qu'elle démontre que son nouveau produit respecte les grands principes. En effet, tout comme le régulateur, l'entité réglementée a intérêt à introduire des produits qui répondent à un besoin du marché et qui sont structurés de façon à réduire les risques de manipulations ou de fraudes.

Le principe d'auto-certification pour les Bourses qui seraient soumises à une série de grands principes serait un élément du processus relatif aux nouveaux produits. Ce processus devra être fonction d'une analyse basée sur les éléments de risques que représentent les transactions sur les instruments dérivés pour les investisseurs ou pour les marchés financiers. Il est donc suggéré que le processus d'auto-certification des instruments dérivés tienne compte de l'élément sous-jacent des contrats et que les caractéristiques et conditions des contrats soient déposées à l'Autorité.

Le niveau de l'analyse par le personnel de l'Autorité serait différent dans l'éventualité où ils seraient inscrits et se transigeraient à la cote d'une Bourse reconnue par l'Autorité ou sur un marché organisé dont les activités sont réglementées par une autorité réglementaire dont les normes d'approbation des produits seraient jugées adéquates et équivalentes aux exigences que nous imposerions à ces places de marché. De plus, l'analyse devrait tenir compte du facteur de nouveauté du produit qui exigerait une analyse plus approfondie des caractéristiques du contrat s'il n'y a pas d'équivalent ailleurs dans le monde, comparativement à un produit qui est très semblable à un ou

des produits qui se transigent déjà depuis plusieurs années sur différentes Bourses ou marchés organisés ailleurs dans le monde.

La décision n° 7712, du 9 avril 1986, portant sur les lieux approuvés pour la transaction des contrats à terme ne serait plus applicable vu l'envergure de la définition d'instrument dérivé proposée dans le présent rapport.

Instruction générale

En auto-certifiant un contrat, une entité réglementée doit s'assurer et démontrer que le contrat et sa négociation respecteront les grands principes. Pour démontrer ce respect, elle devrait fournir à l'Autorité et au public des informations telles que :

- *une description du marché de l'élément sous-jacent. Cette description doit inclure entre autres, une identification de la nature et de la structure du marché du sous-jacent ainsi que les statistiques pertinentes ;*
- *une analyse et une justification de chaque caractéristique et condition du contrat ;*
- *une indication du niveau de conformité, entre autres en termes de pratiques de négociation, entre le contrat et le marché du sous-jacent.*
- *la qualité et la quantité standards pour la marchandise, les exemptions et les escomptes;*
- *les heures de négociation, les mois d'échéance possibles et la liste des contrats;*
- *les limites aux variations maximales de prix ainsi que la méthode d'établissement des prix de règlement;*
- *les limites de position et les exigences de rapport de position;*
- *les points de livraison et les différentiels de prix selon le lieu;*
- *les procédures standards de livraison en précisant les autres possibilités pour livrer et les pénalités en cas de non-livraison;*
- *la méthode du règlement des contrats;*
- *la méthode de paiement de la prime; et*
- *la méthode de calcul des marges.*

4.1.8 Règles et consultation

Afin de promouvoir l'efficience des marchés financiers, de protéger les adhérents et les investisseurs et d'avoir des marchés justes et équitables, les entités réglementées doivent adopter certaines règles et avoir les moyens de les faire respecter – soit par le biais d'une relation contractuelle avec les intervenants, soit par pouvoirs délégués par les autorités réglementaires. Traditionnellement, les règles ont été assujetties à un processus d'approbation préalable par les régulateurs. Ces derniers étaient d'avis qu'il fallait une bonne étude des règles proposées et des modifications à celles-ci afin de

s'assurer qu'elles ne favorisaient pas indûment les membres ou adhérents de l'entité et allaient dans le sens des objectifs réglementaires. Ce processus était souvent long et risquait de nuire à la compétitivité des entités qui ne pouvaient pas réagir assez vite aux changements ou à l'évolution de leur industrie.

Pour les Bourses, les règles les plus souvent prescrites par la législation touchent à la surveillance du marché, les interruptions et perturbations du fonctionnement du marché, la négociation et les types d'ordres qui sont permis. Aussi, des règles quant aux intermédiaires, leur adhésion, leurs ressources financières, les marges et exigences de capital, le traitement des actifs des investisseurs, le traitement des ordres et leur allocation des transactions, sont exigées des Bourses.

Pour les chambres de compensation, les règles touchent les domaines tels que : l'adhésion aux services offerts, la surveillance des adhérents et leur conformité par rapport aux règles, la discipline, la gestion des risques et les procédures en cas de défaillance d'un adhérent. Les juridictions ont des approches différentes. Par exemple, en Australie, on prescrit par règlement le contenu des règles d'opérations et des procédures des chambres. Au Royaume-Uni, un règlement prévoit que les chambres doivent adopter des règles relativement à la défaillance d'un adhérent.

La question est de savoir si les règles doivent être approuvées ou non par l'autorité réglementaire. Si oui, quelle est la procédure à suivre et si ce n'est pas le cas, de quelle façon l'autorité doit en être informée ? Également, quel doit être le processus de consultation auprès des adhérents et du public, le cas échéant ? Par ailleurs, bien qu'utilisant le terme « règle », il faut s'interroger à l'égard d'autres documents tels que des formulaires, procédures, principes directeurs utilisés par ces entités réglementées. Il faut donc déterminer quels types de documents doivent être approuvés par le régulateur, le cas échéant. Finalement, une option pourrait être que les règles soient classées selon leur importance et justifier un traitement différent selon leur importance ou nature, par exemple en ce qui concerne le processus de consultation.

Selon les articles 74 de la LAMF et 171.1 de la LVM, l'Autorité doit approuver les règles de fonctionnement (de même que les documents constitutifs et le règlement intérieur) des OAR et des entités réglementées. La modification est réputée approuvée dans un

délai de 30 jours ou selon tout autre délai convenu.⁶⁹ Enfin, l'Autorité peut décider de suspendre l'application d'une règle et ordonner une modification des règles au besoin.

Analyse des alternatives

Deux alternatives s'offrent à nous. Le maintien de la situation actuelle qui impose l'obligation à l'Autorité d'analyser les projets et les approuver préalablement à leur mise en vigueur.

La deuxième alternative est l'auto-certification par les entités réglementées qui permettrait une mise en vigueur plus rapide des nouvelles règles ainsi qu'une responsabilisation de l'entité par rapport au respect des grands principes.

Une telle approche ne réduirait pas les efforts de l'Autorité ; celle-ci devrait tout de même faire les vérifications d'usage et on risquerait un impact négatif si l'Autorité demandait une modification ou l'annulation d'une règle après sa mise en vigueur. De plus, il y a la possibilité que les adhérents contesteront des règles qui n'auraient pas été approuvées par la voie traditionnelle. Une consultation auprès des adhérents et du public pourrait réduire le risque de contestation et permettrait au régulateur de s'assurer d'une meilleure compréhension des enjeux et des impacts potentiels.

Recommandation

Les chambres de compensation et les Bourses, comme les régulateurs, ont intérêt à avoir de bonnes règles pour l'encadrement de leurs opérations de même qu'à consulter leurs adhérents, membres ou participants agréés lors de la mise en place de projet de règles ou de modifications de règles. Dans ce contexte, il semble approprié de responsabiliser davantage les entités réglementées et d'adopter l'approche de l'auto-certification plutôt que l'approche actuelle fondée sur l'approbation. La présence de grands principes, que l'entité serait tenue de respecter en toutes circonstances, devrait rassurer quant à l'adoption de règles appropriées. Par ailleurs, cela impose d'accroître la qualité de l'analyse faite par l'entité avant de proposer l'adoption de nouvelles règles ou de modifications, permettant ainsi d'éviter de nombreux échanges entre l'Autorité et les entités qui auraient pour effet d'allonger le processus.

⁶⁹ Dans les faits, les approbations de règles se font dans un délai supérieur à 30 jours.

Cependant, tel que mentionné auparavant, cela n'amènerait pas une réduction des efforts de l'Autorité à l'égard de l'analyse des règles et des ressources requises pour une supervision adéquate. De plus, il faudrait prévoir un mécanisme qui permettrait à l'Autorité de faire modifier, lorsque nécessaire, certaines règles (par l'émission de directive, par exemple, si l'on juge qu'elles ne respectent par certains principes ou autres exigences réglementaires) et que l'Autorité soit prête à l'utiliser au besoin. En outre, la publication préalable à l'adoption des règles ou de modifications, dans la plupart des cas, permettrait à l'industrie de commenter les propositions préalablement à leur mise en vigueur, commentaires dont l'entité devrait tenir compte.

À noter que dans la réglementation australienne, on indique, avec un certain niveau de détails, ce qui devrait être incorporé dans les règles et les procédures. Compte tenu de l'approche basée sur les grands principes, ce niveau de détails ne semble pas avoir sa place dans la Loi car cela créerait une certaine rigidité.

La Loi sur les instruments dérivés

- *les entités réglementées doivent auto-certifier que les règles respectent les grands principes énoncés dans la Loi. Elles devraient également référer à un processus à suivre qui serait énoncé dans le règlement, exigeant le dépôt des études et des analyses soutenant le nouveau règlement et démontrant le respect des principes.*
- *les entités réglementées doivent procéder à une consultation publique préalable à la mise en vigueur, sauf circonstances exceptionnelles précisés dans la législation. Pour des changements techniques ou mineurs (« housekeeping »), l'entité pourrait décider que la publication n'est pas nécessaire. L'Autorité pourrait toutefois être en désaccord avec cette décision et demander la publication.*
- *possibilité d'obtenir l'approbation préalable de l'Autorité*

La réglementation

Une période de consultation minimale de 30 jours est requise.

Il serait sans doute avantageux de spécifier les documents que l'entité réglementée doit présenter dans le cadre du processus d'auto-certification :

- *la règle;*
- *la date d'entrée en vigueur;*
- *les explications à l'égard de la pertinence de la modification de la règle ou de son adoption, incluant une analyse d'impact;*

- *les analyses internes en support à la nouvelle règle ou à la modification;*
- *Les documents et délais requis pour l'approbation préalable par l'Autorité.*

4.1.9 Règles disciplinaires, enquêtes et plaintes

L'encadrement actuellement en place implique que les marchés financiers supervisent eux-mêmes les intervenants, leur fournissant un lieu sécuritaire pour investir et les protégeant du risque de contrepartie entre autres. Ainsi, les Bourses de dérivés, les chambres de compensation et les organismes d'autoréglementation doivent mettre en place et veiller à l'application de règles et de procédures adéquates. De plus, il doit y avoir des procédures à suivre lorsqu'un client ou un intermédiaire est insatisfait des services reçus de l'entité réglementée.

La LAMF encadre également le processus disciplinaire d'un organisme reconnu, tel que : l'obligation de donner l'occasion à la personne visée de présenter ses observations, l'obligation de tenir une audience en principe publique, la communication des décisions et le processus de révision de la décision auprès de l'organisme et de l'Autorité.⁷⁰

Toutefois, il n'y a pas d'article précis qui indique que les entités réglementées doivent veiller à l'application de leurs règles et surveiller leurs participants/adhérents/membres. Ces exigences se retrouvent plutôt dans la décision de reconnaissance de la Bourse de Montréal prévoyant qu'elle est tenue d'établir des dispositions appropriées en matière de discipline.

Dans toutes les juridictions étudiées, on fait référence au concept de surveillance et de discipline des participants/adhérents/membres par l'entité réglementée. Parfois cette référence se retrouve dans la Loi et parfois dans un règlement.

Par exemple, le *guidance* de la CFTC relativement à leur principe no 2 concernant les Bourses, exige la mise en application des règles et le suivi de la conformité des adhérents aux règles. La Commission explique que:

⁷⁰ Titre III, Chapitre II de la LAMF.

« A designated contract market should have arrangements, resources and authority for effective rule enforcement. The Commission believes that this should include the authority and ability to discipline and limit, or suspend the activities of a member or market participant as well as the authority and ability to terminate the activities of a member or market participant pursuant to clear and fair standards. An organized exchange or a trading facility could satisfy this criterion for members with trading privileges but having no, or only nominal, equity, in the facility and non-member market participants, by expelling or denying such persons future access upon a determination that such a person has violated the board of trade's rules. [...] Prompt and effective disciplinary action for any violation that is found to have been committed. The Commission believes that the latter element should include the authority and ability to discipline and limit or suspend the activities of a member or market participant pursuant to clear and fair standards that are available to market participants. »

Les procédures d'enquête et de résolution de plaintes pour une entité reconnue au Royaume-Uni doivent être efficaces, et l'enquête doit être poursuivie de façon juste et impartiale par un *complaints investigator* indépendant :

« In determining whether a UK recognised body has effective arrangements for the investigation and resolution of complaints arising in connection with the performance of, or failure to perform, any of its regulatory functions, the FSA may have regard to the extent to which the UK recognised body's resources and procedures enable it to:

- 1. acknowledge complaints promptly;*
- 2. make an objective, prompt and thorough initial investigation of complaints;*
- 3. provide a timely reply to the complainant after that initial investigation;*
- 4. inform the complainant of his right to apply to the UK recognised body's complaints investigator; and*
- 5. keep adequate records of complaints and investigations. (REC 2.16.3)*

In determining whether a UK recognised body's arrangements for the investigation of complaints include appropriate arrangements for the complaint to be fairly and impartially investigated by an independent person (a "complaints investigator"), the FSA may have regard to:

- 1. the arrangements made for appointing (and removing) a complaints investigator, including the terms and conditions of such an appointment and the provision for remuneration of a complaints investigator;*
- 2. the complaints investigator's access to, and relationship with, the UK recognised body's governing body and key individuals;*
- 3. the arrangements made for giving complainants access to the complaints investigator;*

4. *the facilities made available to the complaints investigator to enable him to pursue his investigation and prepare his report and recommendations, including access to the UK recognised body's records, key individuals and other staff (including, where appropriate suppliers, contractors or other persons to whom any functions have been outsourced and their staff); and*
5. *the arrangements made for the UK recognised body to consider the complaints investigator's report and recommendations. (REC 2.16.4) »*

Enfin, le grand principe no 13 de la CEA prévoit un système de résolution de conflits que la Bourse doit mettre à la disposition des clients (et peut offrir aux intermédiaires).

*« **DISPUTE RESOLUTION**--The board of trade shall establish and enforce rules regarding and provide facilities for alternative dispute resolution as appropriate for market participants and any market intermediaries. »*

Le *guidance* de la CFTC explique que la Bourse doit établir des procédures de résolution des conflits qui sont justes et équitables, et les fournir aux clients qui peuvent les utiliser sur une base volontaire, directement ou par l'intermédiaire d'un autre OAR.

Les procédures permettent également des contre demandes.

*« (b) **Acceptable Practices.** [...]*

An acceptable customer dispute resolution mechanism would:

- (i) Provide the customer with an opportunity to have his or her claim decided by an objective and impartial decision-maker,*
- (ii) Provide each party with the right to be represented by counsel, at the party's own expense,*
- (iii) Provide each party with adequate notice of the claims presented against him or her, an opportunity to be heard on all claims, defenses and permitted counterclaims, and an opportunity for a prompt hearing,*
- (iv) Authorize prompt, written, final settlement awards that are not subject to appeal within the contract market, and*
- (v) Notify the parties of the fees and costs that may be assessed. »*

Recommandation

Un grand principe devrait envisager un processus de traitement de plaintes des investisseurs. De plus, l'entité réglementée devrait fournir des informations à l'AMF sur les plaintes reçues et leur traitement de façon régulière.

Par ailleurs, l'entité réglementée devrait veiller au respect de ses règles et, en cas de contravention, elle devrait pouvoir imposer des sanctions appropriées.

Les articles 81 à 85 de LAMF devraient aussi s'appliquer aux entités réglementées, que l'organisation en cause soit un OAR ou un organisme autorisé, afin d'identifier clairement un processus d'appel (comme c'est le cas présentement). Il en est de même pour les pouvoirs de l'Autorité en matière disciplinaire par rapport aux chambres de compensation. Les articles qui se retrouvent présentement dans la LAMF ou la LVM devraient donc se retrouver dans la Loi sur les dérivés.

Enfin, un article qui oblige les entités réglementées à informer l'Autorité si elle a des motifs raisonnables de croire qu'il y a eu infraction à une de ses règles ou à une Loi ou règlement de l'Autorité permettrait à l'Autorité d'en faire le suivi et de s'assurer d'une meilleure supervision des marchés. Par ailleurs, les activités d'inspection de l'Autorité devraient vérifier si ces obligations ont été respectées.

Grands principes

« Une entité réglementée doit adopter un processus de traitement de plaintes. »

« Une entité réglementée doit adopter des procédures appropriées pour la formulation et l'adoption et la modification de ses règles et pour assurer leur respect. »

Autres dispositions de la Loi sur les dérivés

Le processus d'appel doit être intégré dans la Loi sur les dérivés.

4.1.10 Collaboration avec le régulateur

Afin de superviser adéquatement les activités des entités réglementées, les régulateurs doivent avoir accès à certaines informations. Ces informations peuvent être classifiées en deux types. D'une part, certaines devraient être conservées (tenue de dossiers, piste de vérification) et, le cas échéant, parvenir au régulateur sur une base régulière ou sur demande. D'autre part, certaines informations devraient être transmises au régulateur sur une base ponctuelle, seulement lorsqu'un événement se produit (défaillance ou position précaire d'un participant, résultats d'un stress test, rapports de gestion des risques, panne de systèmes, changement de systèmes). Par ailleurs, la Loi ou un règlement devrait permettre à l'Autorité de demander la production de rapports ou

documents lorsque nécessaire pour l'accomplissement de sa mission de l'entité réglementée ou tout tiers auquel elle aurait imparti des fonctions (voir la section 4.1.2).

En Australie, un marché est tenu de fournir un avis écrit au régulateur lorsqu'il s'aperçoit qu'il ne peut plus satisfaire ou ne satisfait plus les exigences de reconnaissance. De même, il doit aviser le régulateur lorsque des nouveaux produits sont offerts sur le marché, après toute sanction contre un intervenant, ou lorsqu'il soupçonne qu'un intervenant a commis ou commettra une infraction aux règles du marché ou de la loi. Enfin, il doit aussi informer le régulateur lorsqu'il est question de la solvabilité d'un intervenant, lorsqu'un intervenant étranger n'est plus autorisé dans sa juridiction principale, lorsqu'il y a un changement significatif du système réglementaire dans cette juridiction ou quand il y a un changement dans le contrôle du marché. Le marché doit donner l'assistance demandée par le régulateur ou par son agent. Il doit fournir ses livres et toute autre information demandée, et donner accès à son marché.

Aux États-Unis, les Bourses doivent établir et mettre en vigueur des règles qui autorisent l'obtention de toute information requise pour rencontrer les responsabilités qui découlent de la CEA, y compris les obligations des accords internationaux de partage d'informations tel que décrit au *Designation Criterion 8* de la CEA.

Le grand principe N° 17 relatif aux Bourses exige la conservation de tous rapports concernant les activités de la Bourse sous une forme et d'une manière acceptables à la CFTC et ce, pour une période de cinq ans.

Pour sa part, la FSA compte sur le respect d'un principe portant sur la collaboration :

« A firm must deal with its regulators in an open and cooperative way, and must disclose to the FSA appropriately anything relating to the firm of which the FSA would reasonably expect notice. »⁷¹

Dans le Handbook, la FSA ajoute que :

« The FSA expects to have an open, cooperative and constructive relationship with UK recognised bodies to enable it to have a broad picture of the UK recognised body's activities and its ability to meet the recognition requirements. This broad picture is intended to complement the information which the FSA will obtain under section 293 of the Act (Notification requirements) or under notification rules made under that

⁷¹ FSA Handbook, *The Principles* (PRIN) 2.1.1 <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRIN/2/1>.

section (see REC 3). The FSA will usually arrange meetings between the Markets and Exchanges Division and key individuals of the UK recognised body for this purpose. The frequency and nature of these meetings may vary in accordance with the risk profile of the UK recognised body.

UK recognised bodies are likely to develop and adapt their businesses in response to customer demand and new market opportunities. Where such developments involve changes to the way the UK recognised body operates, they are likely to involve changes to the way it satisfies the recognition requirements and other obligations in or under the Act.

The FSA expects a UK recognised body to take its own steps to assure itself that it will continue to satisfy the recognition requirements and other obligations in or under the Act when considering any changes to its business or operations.

However, the FSA also expects that UK recognised bodies will keep it informed of all significant developments and of progress with its plans and operational initiatives, and will provide it with appropriate assurance that the recognition requirements will continue to be satisfied. »⁷²

Le Handbook indique de façon précise ce qui doit être déclaré par les entités réglementées à la section REC (3). En plus, ce chapitre prescrit la façon de transmettre l'information (verbalement et par écrit), l'adresse et les délais.

L'article 87 de la LAMF exige qu'une entité réglementée tienne et conserve les livres, registres ou autres documents que l'Autorité détermine. L'entité réglementée et l'Autorité conviennent des délais de conservation de ces documents.

Recommandations

Les obligations de collaborer avec le régulateur, de soumettre les documents et autres informations requis par ce dernier devraient faire l'objet d'un grand principe.

Le recours aux grands principes devrait permettre à l'Autorité d'avoir accès aux informations requises en temps opportun (sur une base régulière ou au besoin). Ainsi, des principes qui touchent aux obligations de transmettre l'information nécessaire à l'Autorité pour pouvoir procéder à la surveillance ou à la supervision requise et la tenue de dossiers ou la conservation de données seraient souhaitables. Un article spécifique

⁷² Ibid. *Recognized investment exchanges and recognized clearinghouses* (REC) 4.2.
<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/REC/4/2>.

qui prévoit la possibilité de partager des informations avec des régulateurs étrangers ou d'autres entités réglementées devrait également être élaboré.

L'utilisation d'une règle similaire à celle de la CFTC⁷³ est sans doute nécessaire afin d'indiquer clairement que le régulateur peut spécifiquement demander aux entités réglementées de produire des documents/données qui lui permettent de valider le respect des grands principes et de s'assurer d'obtenir l'information pertinente pour ses responsabilités de supervision ou de surveillance. Étant donné le rôle central des principes, une telle règle apparaît fort pertinente afin de clarifier la façon d'appliquer la Loi ou les demandes que pourrait faire l'Autorité pour veiller au respect de la Loi.

De façon générale, les détails ou les modalités plus spécifiques concernant les informations pourraient se retrouver dans un règlement plutôt que dans la Loi. L'approche du Royaume-Uni indique avec un assez grand détail, un ensemble d'informations qui doivent parvenir au régulateur.⁷⁴ Si nous choisissons une approche basée sur les grands principes, un tel niveau de détails est sans doute moins pertinent. Toutefois, nous pourrions plutôt préciser, dans un règlement, que l'information à produire devrait couvrir entre autres, des informations de nature financière, des rapports sur la gestion des risques, les défaillances, les plaintes et les activités disciplinaires. De plus, il faudrait indiquer que le régulateur s'attend à recevoir l'information relativement à des événements ou situations qui ont eu des effets négatifs ou perturbateurs sur les opérations de l'entité.

Par ailleurs, nous croyons que l'entité réglementée devrait confirmer à l'Autorité, sur une base annuelle, qu'elle se conforme aux grands principes énoncés dans la Loi.

Enfin, le règlement devrait aussi indiquer que les entités réglementées doivent rendre disponibles certaines informations utiles aux adhérents ou participants et au public.

Grand principe

« Une entité réglementée doit traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec l'Autorité et communiquer de façon appropriée à l'Autorité tout renseignement dont celle-ci s'attend raisonnablement à être informée. »

⁷³ « Upon request by the Commission, a derivatives clearing organization shall file with the Commission a written demonstration, containing such supporting data, information and documents, in the form and manner and within such time as the Commission may specify that the derivatives clearing organization is in compliance with one or more core principles as specified in the request. » 17 CFR § 39.5(b).

⁷⁴ Voir le chapitre 3 « Notification rules for UK recognised bodies » (REC 3).

Règlement

Les entités réglementées doivent démontrer à l'Autorité, sur une base annuelle, leur respect des principes.

Elles doivent faire rapport de leurs activités à l'Autorité selon la fréquence et sous une forme convenues avec cette dernière.

Les entités réglementées doivent rendre disponibles leurs informations à l'Autorité.

Les entités réglementées doivent conserver les livres, registres ou autres documents que l'Autorité détermine. Ces documents doivent être conservés sous une forme et des moyens acceptables à l'Autorité pour une période minimale de sept ans.

Instruction générale

On devrait indiquer ce que devrait couvrir le grand principe ; entre autres des informations de nature financière, des rapports sur la gestion de risques, les défaillances, les plaintes et les activités disciplinaires. De plus, il faudrait indiquer que le régulateur s'attend à recevoir l'information relativement à des événements ou situations qui ont eu des effets négatifs ou perturbateurs sur les opérations de l'entité et le tout, dans un délai raisonnable.

4.1.11 Surveillance des marchés

Le Règlement intitulé Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* traite de manipulation et de fraude et, à la Partie 3.1, interdit à une personne ou une société de se livrer, directement ou indirectement, à toute activité susceptible de créer un cours artificiel, une fraude ou une apparence trompeuse d'activité à l'encontre d'une personne ou d'une société. Les personnes et sociétés qui se conforment aux règles, politiques et autres textes similaires établis par une Bourse reconnue, par un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou par un fournisseur de services de réglementation sont toutefois dispensées de l'application de cette disposition du Règlement 23-101.

L'instruction complémentaire à la Norme 23-101 énumère, sans limiter la portée générale de ces dispositions, des activités considérées comme créant normalement une apparence trompeuse d'activité de négociation, ou un cours artificiel. À quelques exceptions près, la liste des activités mentionnées reprend les pratiques interdites citées à la réglementation des divers organismes canadiens d'autoréglementation.

Au Québec, la surveillance des marchés d'instruments dérivés cotés est effectuée par Bourse de Montréal qui réglemente ses marchés en vertu de sa reconnaissance par l'AMF à titre d'organisme d'autorégulation. La décision de reconnaissance stipule que la Bourse de Montréal et sa Division de la réglementation (la « Division ») doivent établir les règles, règlements, politiques, procédures, pratiques ou autres normes semblables nécessaires ou appropriés pour notamment régir et réglementer expressément le marché de façon à assurer :

- a) le respect de la législation en valeurs mobilières;
- b) la prévention d'actes et de pratiques frauduleux et de manipulation;
- c) les principes commerciaux de justice et d'équité; et
- d) la collaboration et la coordination des efforts des personnes physiques ou morales chargées de réglementer, de compenser, de régler et de faciliter les opérations sur valeurs mobilières et de traiter l'information concernant ces opérations.

La réglementation de la Bourse de Montréal contient effectivement des dispositions interdisant un comportement non-souhaité (notamment l'article 6306 – *Manipulation ou pratiques trompeuses de négociation*).

La décision de reconnaissance de la Bourse de Montréal mentionne également qu'elle, par l'intermédiaire de la Division, doit prendre les mesures disciplinaires qui s'imposent à l'endroit des participants agréés, des participants agréés étrangers, des détenteurs de permis restreint de négociation et de leurs représentants en cas de violation de la législation sur les valeurs mobilières et des règlements, règles, politiques, procédures, pratiques et autres normes semblables.

La décision de reconnaissance mentionne enfin que la Bourse de Montréal, y compris la Division, doit faire le nécessaire pour conclure une entente avec tout marché sur lequel des titres sous-jacents ou liés à ses produits sont négociés ou avec le fournisseur de services de réglementation de ce marché, en vue de détecter les délits d'initiés, les pratiques abusives et la manipulation et faire respecter les règles à cet égard, et mettre en œuvre des procédures en vue de coordonner avec ce marché la surveillance des opérations d'initiés et la mise en application des règles les régissant. En conséquence,

la Bourse travaille actuellement à un projet d'entente avec Services de réglementation du marché Inc. (« RS »).

La Bourse de Montréal, tout comme RS, est membre de la section internationale du Intermarket Surveillance Group (« ISG »), un organisme créé par les principales Bourses américaines afin de partager des informations entre elles et coordonner leurs efforts pour contrer les manipulations inter-marchés. L'ISG regroupe aujourd'hui les services de surveillance des marchés de trente-cinq Bourses en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. À titre de membres de l'ISG, la Bourse de Montréal et RS sont donc déjà engagés à partager entre eux l'information requise à des fins réglementaires.

La surveillance en temps réel des instruments dérivés de la Bourse de Montréal est effectuée par son service du Pilotage de marché qui opère le système de négociation et veille au bon déroulement de la négociation. Pour sa part, le service de la Surveillance des marchés de la Bourse, qui fait partie de la Division de la réglementation, effectue la détection de la manipulation de marché à partir des données quotidiennes par ses systèmes de négociation et d'allocation des opérations. Le service de la Surveillance reçoit également les plaintes de la part des participants du marché et du service du Pilotage, et effectue des enquêtes au besoin.

La réglementation de la Bourse de Montréal, à l'image de celle de l'ACCOVAM, impose également à ses participants agréés la responsabilité de surveiller leurs opérations et de détecter les pratiques de négociation manipulatrices (*politiques C-2 Normes minimales de surveillance des comptes au détail* et *C-4 Établissement et maintien de contrôles internes adéquats*). Afin d'aider ses participants agréés à rencontrer leurs obligations en matière de surveillance, la Bourse met à leur disposition, moyennant des frais, les données générées par son système d'allocation des opérations. Le personnel de la Surveillance des marchés effectue également des inspections routinières des pupitres de négociation des participants agréés afin de vérifier la conformité aux règles de la Bourse relatives à la piste de vérification et au suivi réglementaire des opérations sur instruments dérivés.

Des instruments à terme inscrits à la Bourse de Montréal, seuls les contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada peuvent faire l'objet de livraison physique et seraient donc, en théorie, vulnérables à la manipulation basée sur un resserrement de

l'offre du sous-jacent (« *squeeze* »). Le service de la Surveillance de la Bourse publie mensuellement la liste à jour des obligations livrables et les limites de position, effectue le suivi des positions et est en mesure de demander de l'information aux participants concernant leurs positions dans le marché obligataire. Le suivi des positions importantes est discuté à la Section 4.1.12 du présent rapport.

Aux États-Unis, la CFTC supervise la mise en application des règles des treize Bourses de contrats à terme et conduit sa propre surveillance de la négociation des contrats à terme et des marchés sous-jacents afin de prévenir les abus et d'améliorer les opérations de marché. La CFTC dispose d'une importante équipe de surveillance des marchés comprenant une cinquantaine d'employés, dont environ vingt économistes chargés de suivre l'activité de négociation des marchés de contrats à terme et d'options. Entre autres, cette équipe veille à l'intégrité des prix et examine l'activité des détenteurs de positions importantes. La CFTC tente également de prévenir les cas de manipulation par l'imposition de limites de position. Enfin, une Bourse qui désire inscrire un nouveau contrat doit démontrer que les spécifications du contrat sont définies de façon à réduire la probabilité de manipulation.

Par ailleurs, en cas de problèmes, la CFTC possède des pouvoirs spéciaux d'intervention tels que le pouvoir d'augmenter les marges, d'étendre la période de livraison, de forcer les Bourses à permettre que la livraison soit effectuée dans d'autres lieux que ceux prévus afin d'augmenter l'offre du sous-jacent livrable, de demander la liquidation des positions, de suspendre temporairement un marché ou même d'imposer un prix auquel toutes les positions doivent être liquidées.⁷⁵

Bien que la CFTC soit responsable de la supervision des Bourses de contrats à terme et d'options sur contrats à terme, les Bourses elles-mêmes ont de grandes responsabilités au niveau de la réglementation de leurs marchés. Plusieurs des grands principes s'adressant aux Bourses traitent de la prévention de pratiques abusives et de manipulation.

Alternatives

La première alternative est le statu quo, c'est-à-dire que l'Autorité continue à déléguer entièrement la surveillance des marchés aux Bourses. Avec cette approche, l'Autorité

⁷⁵ Ces pouvoirs sont énumérés dans les règles de la Bourse de Montréal.

n'exercerait pas de responsabilité de surveillance et pourrait difficilement, même lors d'inspections, évaluer correctement l'efficacité des systèmes et procédures de surveillance des Bourses.

La deuxième alternative consisterait à ce que l'Autorité se charge elle-même de ces fonctions. Cette approche irait à contre-courant du principe de délégation de pouvoirs aux Bourses qu'on peut observer dans plusieurs juridictions. De plus, même si l'Autorité était responsable de la surveillance des marchés, c'est dans l'intérêt de ces derniers de continuer à faire la surveillance pour assurer aux intervenants qu'ils offrent un marché juste et équitable.

La troisième alternative est un compromis entre ces deux approches, où les responsabilités de surveillance sont partagées entre l'Autorité et les Bourses. Cette solution permettrait à l'Autorité de développer et maintenir l'expertise nécessaire à la supervision des marchés d'instruments dérivés, sans laquelle il serait plus difficile de suivre l'évolution rapide des marchés.

Recommandation

Nous recommandons de maintenir l'exigence imposée à la Bourse d'effectuer la surveillance de ses marchés afin de prévenir, détecter et sanctionner la manipulation. Nous croyons toutefois que l'Autorité doit être impliquée dans la surveillance des marchés, incluant le suivi des positions importantes et celui de l'évolution des marchés dérivés en rapport avec celle des valeurs sous-jacentes. De plus, un programme exhaustif d'inspection de la surveillance des marchés de la Bourse devrait être développé par l'Autorité et utilisé à l'intérieur du programme existant d'inspection de la Bourse.

Dans l'éventualité où d'autres Bourses d'instruments dérivés faisaient leur apparition au Québec, il serait possible d'envisager la création d'un OAR indépendant chargé de la surveillance de l'ensemble des marchés de dérivés cotés. Cela serait d'autant plus nécessaire si ces autres Bourses inscrivaient à leurs marchés des instruments semblables ou équivalents à ceux inscrits à une Bourse déjà présente. Cette solution pourrait s'avérer plus efficiente et permettrait la réalisation d'économie d'échelle.

Au niveau de l'Autorité, l'exigence imposée à la Bourse de Montréal de prévenir, de détecter et de sanctionner la manipulation de marché pourrait très bien être redéfinie à

l'intérieur d'une réglementation qui s'articulerait autour de grands principes s'adressant, d'une façon générale, aux Bourses et aux organismes d'autoréglementation chargés de leur surveillance.

Loi sur les dérivés

Grands principes

« Une entité réglementée doit adopter et faire respecter des règles interdisant l'abus et la manipulation du marché, la fraude et les transactions trompeuses afin d'assurer un marché juste et équitable. Des procédures de surveillance, d'enquête et de poursuite doivent être établies pour assurer la transparence adéquate et appropriée avant et après exécution. »

« Une entité réglementée doit adopter des règles s'accordant le pouvoir de suspendre la négociation et de modifier les conditions de négociation lorsque nécessaire pour assurer un marché ordonné. »

« Une entité réglementée doit avoir et se servir des systèmes appropriés pour la bonne exécution de ses opérations, y compris au niveau de la sécurité, de la fiabilité, de la capacité et des plans de secours. »

« Une entité réglementée doit établir et assurer le respect de règles et procédures afin d'assurer l'intégrité financière des transactions négociées par l'intermédiaire du marché. »

4.1.12 Suivi des positions importantes

Le suivi des positions importantes (« *Large Trader Report* » ou « *LTR* ») fait partie intégrante du programme de surveillance du marché pour les contrats à terme et les options, et vise à identifier les situations qui pourraient constituer une menace de manipulation. Ce programme s'inscrit dans une approche préventive de surveillance basée sur une connaissance poussée des facteurs déterminant l'offre et la demande des instruments dérivés, incluant une connaissance de l'identité des détenteurs de position, de leurs stratégies et de leurs activités dans les marchés sous-jacents

Notons qu'actuellement, le suivi des positions importantes ne répond pas à une exigence réglementaire précise de la part de l'Autorité. En effet, les seules références trouvées sont d'ordre général, telles que dans la Décision de reconnaissance de la Bourse où il est mentionné, à la Section X *But des Règles*, que la Bourse doit établir des règles, procédures ou autres dans le but d'empêcher les actes et pratiques frauduleux et de manipulation. Une mention semblable se retrouve également dans le Règlement

intitulé Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (Partie 5 – Règles applicables aux Bourses reconnues et aux systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations).

Le suivi des positions d'options et de contrats à terme inscrits à la Bourse de Montréal est présentement effectué par le personnel de la Division de la réglementation de la Bourse. Les Règles de la Bourse contiennent des dispositions relatives aux limites de position et des exigences de déclarations des positions pour chaque instrument dérivé. Les limites de position de certains instruments varient en fonction de l'intérêt en cours et la Bourse publie, sur une base mensuelle, les limites de position applicables pour le mois en cours. La réglementation de la Bourse contient également, à la Politique C-1, des dispositions concernant des dispenses pouvant être accordées à des contrepartistes véritables (« *hedgers* »).

Aucun suivi des positions d'instruments financiers dérivés n'est présentement effectué au niveau des régulateurs canadiens. L'existence d'un seul marché organisé d'instruments financiers dérivés au Canada, celui de la Bourse de Montréal, explique l'absence de contrôles à ce niveau, aucune position ne pouvant être contractée à l'extérieur du marché de la Bourse. Il n'y a donc jamais eu, à ce jour, de nécessité à consolider les positions prises sur plusieurs marchés concurrents. Dans le contexte où d'autres marchés pourraient prochainement s'établir au Canada et inscrire à leur cote des instruments déjà cotés à la Bourse de Montréal, il y a lieu d'étudier la possibilité de mettre en place un système de suivi centralisé à l'Autorité (ou chez un organisme d'autoréglementation indépendant), à l'exemple de ce qui se fait à la CFTC.

Il y a lieu également de déterminer si la réglementation québécoise devrait stipuler en termes plus explicites les obligations de la Bourse en regard du suivi des positions importantes et fournir un cadre réglementaire plus défini.

Aux États-Unis, le suivi des positions est effectué par la CFTC qui obtient l'information de plusieurs sources : Bourses, membres compensateurs, « *futures commission merchants* » (« FCMs »), courtiers étrangers et négociateurs. La CFTC utilise ces données afin d'identifier les détenteurs les plus importants de positions de contrats à terme et d'options sur contrats à terme, sur un ou plusieurs marchés, et pour effectuer l'agrégation des comptes liés. Elle s'assure enfin du respect des limites de position pour

spéculateurs. Les informations recueillies par la CFTC sont utilisées dans ses programmes de surveillance du marché visant à détecter et à prévenir la manipulation des prix et la congestion de marché. Les programmes de surveillance des marchés de la CFTC fournissent également des données sur l'utilisation des contrats à terme et des options pour fins de couverture et de spéculation ainsi que sur la participation étrangère. L'information recueillie par l'entremise du programme de LTR est également utile à la CFTC dans l'exercice de ses fonctions de surveillance financière et économique des marchés.

La CFTC fixe les seuils de déclaration de position (« *reporting limits* ») à partir desquels un détenteur de compte devient un « *large trader* » soumis à toutes les exigences de déclaration qui en découlent. Afin d'avoir une bonne connaissance du marché, sans imposer de fardeau inutile aux petits intervenants du marché, la CFTC fixe ces seuils de façon à recueillir des données couvrant de 70 % à 90 % des positions ouvertes de chaque contrat. La CFTC révisé périodiquement ces niveaux de déclaration afin de toujours s'assurer que la couverture de l'intérêt en cours est efficace, sans être excessive.

La CFTC assigne des numéros confidentiels aux firmes et aux négociateurs devant déclarer leurs positions afin d'assurer la confidentialité des données. Les Bourses doivent également fournir à la CFTC des données sur le volume, l'intérêt en cours, les avis de livraison, les EFP (« *exchange for physicals* ») et les prix de chacun des contrats ainsi que les données sur l'activité de négociation et les positions contractées chez chacun des membres compensateurs. La CFTC concilie et compare les données obtenues ; elle a également le pouvoir de demander de l'information supplémentaire (« *special call* ») aux firmes et aux négociateurs.

La CFTC publie à chaque semaine le *Commitments of Traders Report* qui contient des données agrégées sur les positions des principaux marchés. Ce rapport détaille l'intérêt en cours par catégorie de détenteurs (*commercial* et *non-commercial*), par type de position (« *long* » ou « *short* »), et fournit certaines données sur certains types de stratégie (« *spreads* ») ainsi que des ratios de concentration. Ce rapport vise à informer le public sur l'évolution des marchés, tout en gardant confidentielles les données par compte ainsi que l'identité des détenteurs de position.

La CEA autorise la CFTC à imposer des limites de position spéculatives dans les marchés à terme. La règle 150.5 du CFTC exige que les Bourses adoptent des règles de limites spéculatives pour certains autres contrats qui ne sont pas sujets aux limites du CFTC.

Analyse des alternatives

Un programme de suivi des positions constitue un ensemble de mesures préventives visant à détecter et empêcher des cas de manipulation de marché. Un système semblable à celui de la CFTC demande beaucoup de ressources et d'expertise pour fonctionner efficacement. De plus, la manipulation de marché est difficile à détecter avant qu'elle se produise, puisque les principaux éléments qui la composent et les conséquences sur le marché, incluant les distorsions de prix, ne sont souvent identifiables qu'une fois les opérations manipulatrices effectuées.

Une alternative efficace et en apparence moins coûteuse au programme de suivi des positions serait la mise en place d'un système de sanctions assez sévères pour décourager la manipulation de marché. Au lieu d'étudier l'ensemble de l'activité d'un marché, ce type d'interventions se concentrerait sur les cas problèmes, plus facilement identifiables en raison de la connaissance de tous les faits et conséquences liés à la manipulation. Toutefois, dans la réalité, ce type d'infractions n'entraîne que rarement des sanctions judiciaires dissuasives. De plus, il n'y a aucune action positive ayant un effet préventif par le régulateur.

Recommandation

Pour le suivi des positions importantes, nous recommandons la mise en place d'un cadre réglementaire définissant les exigences semblables à celles qui sont actuellement en vigueur à la Bourse de Montréal afin d'obliger tout nouveau marché de dérivés à assurer les mêmes suivis et contrôles face à ses marchés.

Dans l'hypothèse où un nouveau marché inscrirait à sa cote des produits similaires ou, à tout le moins, appartenant à la même famille d'instruments que ceux de la Bourse (ex : contrats à terme sur taux d'intérêt), il y aurait lieu de mettre en place un mécanisme de centralisation de l'information recueillie par toutes les Bourses de dérivés. Cette centralisation de l'information pourrait se faire à l'Autorité ou chez un organisme d'autoréglementation de marché indépendant.

En complément, nous recommandons la mise en place d'un système de sanctions sévères pour décourager la manipulation de marché.

4.2 Les intermédiaires

4.2.1 Les catégories d'inscription des intermédiaires

L'encadrement actuel du marché des valeurs mobilières au Québec prévoit un régime d'inscription applicable à toute personne qui exerce une activité de courtier ou de conseiller à l'égard des formes d'investissement énumérées à la LVM. L'option, le contrat à terme et l'option sur contrat à terme (« instruments dérivés ») sont des formes d'investissement incluses au champ d'application de la LVM alors que le régime d'inscription auprès de l'Autorité est prescrit à son Titre Cinquième. Toutefois, l'encadrement et le régime d'inscription auprès de l'AMF applicables aux cabinets et représentants en épargne collective, contrats d'investissement et planification financière relèvent spécifiquement de la *Loi sur la distribution de produits et services financiers* (L.R.Q., c. D-9.2), (« LDPSF »).

Le RVM précise les modalités et catégories d'inscription, les conditions que doivent remplir les candidats, la durée et la validité de l'inscription consentie ainsi que des règles de gouvernance sur l'activité des inscrits, personnes morales et personnes physiques qui exercent pour le compte de ces premières. Pour l'essentiel, les catégories d'inscription prévues au RVM réfèrent en premier lieu à l'activité de courtier ou à celle de conseiller pour ségréguer par la suite entre plein exercice ou exercice restreint à certaines opérations ou formes d'investissement. Ce cadre réglementaire québécois réserve aux courtiers et conseillers en valeurs de plein exercice les activités sur instruments dérivés, une approche observée sous certaines juridictions étrangères et conforme aux travaux en cours par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur un projet de réforme du régime d'inscription au Canada⁷⁶.

L'article 192.1 du RVM dispense de l'obligation d'inscription prévue à la LVM la personne qui effectue des opérations sur des options sur marchandises ou devises pour le compte d'un opérateur professionnel, ce dernier pouvant être défini comme une personne qui se protège à une exposition de variation de prix dans le cadre de son

⁷⁶ On trouvera davantage d'information sur ce projet - sur le site de l'Autorité

activité professionnelle. Cette dispense réglementaire est valide pour autant que son bénéficiaire respecte les règles qui lui sont applicables à titre de participant de la Bourse de Montréal.

L'*Instruction générale québécoise N° Q-9* intitulée *Courtiers, conseillers en valeurs et représentants (« Q-9 »)* impose au conseiller en valeurs qui compte exercer dans le domaine des instruments dérivés qu'il obtienne de l'AMF une autorisation spécifique. Cette autorisation prescrite à l'article 13 de Q-9 trouve équivalence pour le courtier en valeurs de plein exercice aux règles de l'organisme d'autoréglementation (« OAR ») auquel il doit adhérer en application de l'article 215 du RVM. Les OAR reconnus par l'AMF sont la Bourse de Montréal Inc., et l'ACCOVAM qui impose à ses membres, par son Règlement 1900 une approbation pour exercer dans le domaine des options et par son Règlement 1800 une approbation pour exercer dans le domaine des contrats à terme et options sur ceux-ci.

Au-delà des exigences générales imposées aux courtiers et conseillers en valeurs de plein exercice, ceux qui souhaitent exercer dans le domaine des instruments dérivés doivent satisfaire certaines conditions complémentaires. Les articles 40 et 41 de Q-9 à l'égard du courtier et du conseiller prévoient la nomination d'un membre de la direction à titre de responsable des instruments dérivés qui doit satisfaire certaines exigences de formation professionnelle. Il en est de même pour le représentant du courtier ou conseiller qui souhaite exercer dans le domaine des instruments dérivés, lequel doit satisfaire certaines exigences de formation professionnelle, en application des articles 43 et 44 de Q-9.

Dans le cas des instruments dérivés, les dispositions des articles 60 et 61 de Q-9 ajoutent aux obligations concernant la collecte d'informations complémentaires au contenu du formulaire d'ouverture de compte prévu à son article 57, la transmission du document d'information prescrit à l'article 67 de la LVM et la conclusion de conventions de négociation conformes aux règles des OAR.

La formation professionnelle additionnelle exigible du représentant de courtier de plein exercice pour exercer dans le domaine des instruments dérivés comprend la réussite du cours d'initiation aux produits dérivés et le cours sur la négociation des options pour

l'agrément concernant les options et le cours sur la négociation des contrats à terme pour l'agrément concernant les contrats à terme et les options sur contrats à terme⁷⁷.

La formation professionnelle additionnelle exigible du représentant de conseiller de plein exercice pour exercer dans le domaine des instruments dérivés comprend une expérience de deux années pertinente au domaine et la réussite des cours intitulés Méthodes de gestion de portefeuille et Techniques de gestion de placements, ces cours pouvant toutefois être remplacés par la réussite du « Chartered Financial Analyst Program ».

La formation professionnelle additionnelle exigible du membre de la direction du courtier ou du conseiller désigné responsable des instruments dérivés comprend la réussite du Cours à l'intention des responsables des contrats d'options quant aux options et la réussite de l'Examen d'aptitude pour les responsables des contrats à terme quant aux contrats à terme et aux options sur contrats à terme⁷⁸.

La formation professionnelle additionnelle exigible du représentant d'un cabinet en épargne collective, pour exercer dans le domaine des fonds de marché à terme, comprend la réussite du Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada ou du Cours d'initiation aux produits dérivés, ce dernier cours étant requis du superviseur et pouvant être remplacé par la réussite du Chartered Financial Analyst Program⁷⁹.

L'encadrement du commerce des instruments dérivés sous certaines juridictions étrangères s'apparente à celui du Québec. En effet, sous les juridictions de Hong Kong, du Royaume-Uni et de l'Australie, aucune inscription n'est spécifique au commerce des instruments dérivés et leurs intermédiaires de marché impliqués dans ce domaine d'activités doivent satisfaire des exigences particulières. À titre d'exemple, nous référons au *Policy Statement n° 164* de l'ASIC qui précise l'assujettissement aux exigences d'inscription, notamment ses articles 6 et 7 qui se lisent comme suit :

« We are responsible for implementing the Corporation Act 2001 (as amended by the Financial Services Reform Act 2001) (FSR Act) so as to promote these important consumer protection and other regulatory

⁷⁷ Voir les articles 4, 8 et 9 de la Politique F-2 de la Bourse de Montréal et les articles 3, 7 et 8 du Principe directeur N° 6 de l'ACCOVAM.

⁷⁸ Voir l'article 7 de la Politique F-2 de la Bourse de Montréal et l'article 6 du Principe directeur N° 6 de l'ACCOVAM.

⁷⁹ Voir le Règlement 81-104 sur les Fonds marché à terme.

outcomes. In administrating the law, we will have that continually in mind. »

et

« At the same time, we recognize that the licensing regime introduced in the FSR Act is designed to work in a flexible way. It makes licensees responsible for complying with the obligation that the legislation places on them as licensees. This means it is up to the licensee to decide on the way it will meet its obligation under the Corporation Act. This also means it will be up to an AFS licensee that it has capacity to meet and comply with the licensee obligations.»

Par opposition, l'approche réglementaire américaine du CEA diffère par l'utilisation d'inscriptions propres aux instruments dérivés. Nous y retrouvons une obligation d'inscription auprès de la CFTC dans les catégories de « Futures Commission Merchant », « Commodity Pool Operator », « Introducing Broker », « Commodity Trading Advisors », « Associated Person » ainsi que « Floor Broker » ou « Trader ».

Le « Futures Commission Merchant » sollicite ou accepte des instructions d'achat ou de vente de contrats à terme ou d'options sur ceux-ci ainsi que des espèces ou marchandises nécessaires aux opérations de clients. Il n'existe aucune dispense offerte pour ce type d'activité.

Le « Commodity Pool Operator » participe à l'administration d'un fonds de marché à terme, par analogie un organisme de placement collectif dont les parts sont offertes dans le public, et utilise certaines stratégies de placement fondées sur des instruments dérivés et des marchandises. Cet intermédiaire doit s'inscrire auprès de la CFTC.

« [A] commodity pool is typically an organization that raises capital through the sale of interests in it, such as shares or limited partnerships, and uses that capital to invest either entirely or partially in commodity contracts. In its features, the typical commodity pool bears a strong resemblance to mutual funds and similar investment companies that have operated for decades in the securities industry. As a rule, the interests purchased by investors carry a right to participate in the results of the investment program but limit their personal liability to the amount of their investment in the venture. Principal attractions of the commodity pool are its ability to assume diversified positions in the futures market due to its substantial resources; the elimination of margin calls directly to investors; the avoidance by investors of any personal duty to make or take delivery on futures contracts; and, as noted above, limited liability for investors. In addition to the typical commodity pool, created and marketed as such, "inadvertent" commodity pools can arise – for example, when securities trading partnerships enter the futures or commodity options market.

Similarly, problems relating to inadvertent commodity pools can arise when insurance companies and other financial institutions aggregate client accounts (for example, pension funds) to take positions in futures.

[...]

Section 2(a)(1) of the Act contains the statutory definition of a commodity pool operator but authorizes the Commission to exclude any person not within the “intent” of that definition. Included (unless excluded by the Commission) is:

‘any person engaged in a business which is of the nature of an investment trust, syndicate, or similar form of enterprise, and who, in connection therewith, solicits, accepts, or receives from others, funds, securities, or property, either directly or through capital contributions, the sale of stock or other forms of securities, or otherwise, for the purpose of trading in any commodity for future delivery on or subject to the rules of any contract market. »⁸⁰

Selon le 9th Circuit Court, les quatre facteurs qui déterminent si nous sommes en présence d'un Commodity Pool et non d'un compte discrétionnaire sont :

« (1) an investment organization [exists] in which the funds of various investors are combined into a single account for the purpose of investing in commodity futures contracts; (2) common funds are used to execute transactions on behalf of the entire account; (3) participants share pro rata in accrued profits or losses from the commodity futures trading; and (4) the transactions are traded by a CPO in the name of the pool, rather than the name of any individual investors. »⁸¹

L'« Introducing Broker » sollicite ou accepte des ordres d'achat ou de vente de contrats à terme ou d'options sur contrats à terme sans toutefois accepter d'espèces ou de marchandises du client nécessaires à la réalisation de l'opération. L'inscription auprès de la CFTC est requise pour exercer cette activité à moins qu'il ne soit déjà inscrit sous une autre catégorie.

Le « Commodity Trading Advisor » exerce l'activité de conseiller dans la négociation sur les instruments dérivés contre rémunération ou une participation au bénéfice.

« Section 2(a)(1) of the Act contains a definition of commodity trading advisor and provides for certain exclusions. The phrase means:

any person who, for compensation or profit, engages in the business of advising others, either directly or through publications or writings, as to the value of commodities or as to the advisability

⁸⁰ McBride Johnson. Vol. 1 §1.59-1.60.

⁸¹ Lopez v. Dean Witter Reynolds, 805 F.2d 880, 884 (9th Cir. 1986).

of trading in any commodity for future delivery on or subject to the rules of any contract market, any commodity option authorized under section 4c, or any leverage transaction authorized under section 19, or who for compensation or profit, and as part of a regular business, issues or promulgates analyses or reports concerning commodities.

Excluded from that general definition are a wide variety of persons, but only if their advice “is solely incidental to the conduct of their [principal] business or profession” – that is, (1) newspaper reporters, columnists, and editors; (2) lawyers, accountants, and teachers; (3) floor brokers and FCMs; (4) publishers of bona fide newspapers, news magazines, or business or financial publications “of general and regular circulation,” including their employees; (5) contract markets; (6) banks and trust companies; and (7) others whom the Commission may exclude as “not within the intent” of the definition.

Although the foregoing sets forth exclusions from the definition of commodity trading advisor, section 4m of the Act identifies other persons who are exempted from the duty to register as commodity trading advisors under that section. These exempted persons include anyone who, during the preceding twelve months, rendered advice to not more than fifteen persons and who does not hold himself out generally as a commodity trading advisor. [...] In addition, the Commission has exercised its power to grant further exemptions from registration as a commodity trading advisor. In its Regulation §4.14, the Commission has exempted associated persons whose advice is issued solely in connection with their employment as an associated person, and commodity pool operators whose advice is directed solely to and for the use of the pools for which they are registered. »⁸²

L'« Associated Person » sollicite des ordres ou des marchandises de clients pour le compte d'inscrits précédemment mentionnés, à savoir tous leurs représentants et superviseurs. Le « Principal » quant à lui est un propriétaire unique ou le détenteur, direct ou indirect, de 10 % ou plus des droits de vote rattachés aux titres en circulation d'une société inscrite, un partenaire dans un partenariat et chacun des membres de la direction dont le responsable de la réglementation auprès de la CFTC.

Enfin, nous retrouvons comme catégorie d'inscription auprès de la CFTC le « Floor Broker » qui achète ou vend à titre d'intermédiaire des contrats à terme ou options sur contrats à terme sur le marché alors que le « Floor Trader » vend ou achète les contrats à terme ou options sur contrats à terme sur le marché pour son propre compte.

⁸² McBride Johnson. Vol. 1 §1.54.

Par ailleurs, il est également important de souligner qu'aux États-Unis, toute personne inscrite doit obligatoirement transiger avec une personne qui est assujettie à l'inscription auprès du CFTC. Cette interdiction est décrite Bylaw 1101 de la NFA :

« *CHAPTER 11. DOING BUSINESS WITH NON-MEMBERS*

[§4239]BYLAW 1101.PROHIBITION.

[Effective dates of amendments: July 27, 1983; January 1, 1990; and August 21, 2001.]

No Member may carry an account, accept an order or handle a transaction in commodity futures contracts for or on behalf of any non-Member of NFA, or suspended Member, that is required to be registered with the Commission as an FCM, IB, CPO, CTA or LTM, and that is acting in respect to the account, order or transaction for a customer, a commodity pool or participant therein, a client of a commodity trading advisor, or any other person, unless:

(a) such non-Member of NFA is a member of another futures association registered with the Commission under Section 17 of the Act, or is exempted from this prohibition by Board resolution;

(b) such non-Member of NFA is registered with the Commission as an FCM or IB under Section 4f(a)(2) of the Act and the account, order, or transaction involves only security futures products; or

(c) such suspended Member is exempted from this prohibition by the Appeals Committee.

No Member may accept orders in commodity futures contracts to cover leverage transactions, for or on behalf of any non-Member of NFA, or suspended Member, that is required to be registered with the Commission as an LTM, unless:

(a) such non-Member is a member of another futures association registered under Section 17 of the Act, or is exempted from this prohibition by Board resolution; or

(b) such suspended Member is exempted from this prohibition by the Appeals Committee. »

Reprenant certaines des conclusions du Comité responsable de l'examen des normes canadiennes portant sur le USL, nous pourrions supporter une approche nord-américaine et identifier des catégories d'inscription similaires à celles constatées aux

États-Unis⁸³. Il faut toutefois se demander, si cette approche est appropriée pour le marché canadien des instruments dérivés dont la taille est relativement modeste par rapport au marché américain.

Par contre, l'introduction d'un régime d'inscription allégé à l'intention du conseiller qui limiterait son activité aux instruments dérivés pourrait supporter le développement d'une expertise canadienne. D'ailleurs, le Comité précisait à cet égard :

« ...the creation in Canada of DFI («Derivatives Financial Instruments ») advisors could breathe fresh air into the Canadian Market thereby increasing volume of its operations and visibility. »

Une alternative serait de préserver le cadre réglementaire actuel qui renvoie aux normes d'organismes d'autoréglementation, en lieu et place de regrouper sous un ensemble les critères et normes visant chaque catégorie d'inscription. Peu importe l'approche privilégiée, le cadre réglementaire devra maintenir le lien entre la préparation professionnelle requise de l'intermédiaire de marché par rapport à ses activités spécifiques. De fait, la réglementation en valeurs mobilières lie les catégories d'inscription à des normes de préparation professionnelle, une constance relevée chez l'ensemble des organismes d'encadrement examinés.

Bien que nous puissions d'office concevoir deux types distincts d'instruments dérivés, avec les options et les titres à terme, une consultation des OAR, dont la Bourse de Montréal qui est à proximité des intermédiaires sur ce marché, permettrait de circonscrire de manière optimale des catégories d'inscription adaptées à notre marché sur les instruments dérivés. En dernière analyse, il nous apparaît que les opérations sur instruments dérivés sont en soi des activités complémentaires aux activités de courtier ou de conseiller en valeurs mobilières.

Recommandations

Nous recommandons le maintien de l'encadrement actuel concernant les catégories d'inscription en usage et de l'approbation spécifique requise au courtier ou au conseiller en valeurs pour exercer dans le domaine des instruments dérivés.

⁸³ Voir le *Memorandum to USL Steering Committee, Harmonization of Derivatives*, juin 2002, p. 20, par Élyse Turgeon, Marc Philibert et Alain Gélinas.

Nous croyons également qu'une règle qui interdirait toute activité sur instruments dérivés avec une personne non inscrite, au sens du Bylaw 1101 de la NFA des Etats-Unis, devrait être développée.

4.2.2 Formation professionnelle

Les investisseurs ont généralement accès aux marchés réglementés par l'intermédiaire de personnes autorisées. Afin de protéger ces investisseurs, et de réduire les risques systémiques, opérationnels et de fraude, les intermédiaires doivent posséder une préparation professionnelle adéquate. Les principales exigences à cet égard sont :

- la préparation académique;
- l'expérience requise;
- l'expérience en gestion (le cas échéant);
- les connaissances réglementaires.

Au Québec, l'obligation d'être inscrit déclenche l'élément relatif à la préparation professionnelle des intermédiaires. L'article 151 de la LVM décrit ainsi l'exigence de la préparation professionnelle :

« Inscription des candidats

L'Autorité, après avoir vérifié que le candidat remplit les conditions fixées par règlement, procède à l'inscription lorsqu'elle estime que :

1° le candidat ou, dans le cas d'une personne morale, ses dirigeants présentent la compétence et la probité voulues pour assurer la protection des épargnants;

2° le candidat est solvable et, dans le cas d'une personne morale, présente les assises financières nécessaires à la viabilité de son entreprise. »

L'article 205 du RVM précise à ce sujet :

« Le candidat à l'inscription à titre de représentant d'un courtier ou d'un conseiller doit avoir suivi avec succès des cours qui lui donnent, de l'avis de l'Autorité, une préparation professionnelle suffisante.

En outre, la personne qui veut exercer des fonctions de dirigeant doit posséder des connaissances et une expérience qui, de l'avis de l'Autorité, la préparent suffisamment à ses fonctions. »

L'Instruction générale n° Q-9 fournit les détails relatifs à la préparation professionnelle. Dans le cas des personnes travaillant pour un courtier de plein exercice, cette instruction renvoie aux exigences des organismes d'autoréglementation. L'Autorité a délégué à l'ACCOVAM l'inscription des représentants et l'agrément des dirigeants des courtiers de plein exercice. Le Principe directeur n° 6 de l'ACCOVAM, qui s'intitule *Compétences et formation*, contient les informations pertinentes. Dans ses règles, la Bourse a des exigences similaires à celles de l'ACCOVAM. Il est à noter que les formations que doivent suivre les candidats (auprès d'instituts ou autres organisations) doivent avoir été préalablement approuvées par l'AMF.

Une approche similaire à celle de l'Autorité a été adoptée aux États-Unis. En effet, le manuel des règles de la NFA, association responsable de l'inscription des intermédiaires dans le domaine des dérivés aux États-Unis, contient les spécifications relatives à la préparation professionnelle et aux exigences de suivre les examens appropriés.⁸⁴ La réussite à l'examen *Series III* est requise pour tout représentant. Cet examen couvre les obligations réglementaires ainsi que la connaissance générale des marchés à terme et des options. D'autres examens sont destinés aux gestionnaires, aux chefs de succursale, etc.

Dans le droit australien, on impose aux *licensees*, les obligations de s'assurer que les représentants possèdent ou ont obtenu la préparation professionnelle pour exercer l'activité. Les *licensees* sont les personnes ayant l'obligation de s'inscrire s'ils sont en autorité pour superviser les représentants.

En Australie, c'est à la firme qu'incombe le fardeau de déterminer les seuils minimaux quant à la compétence et aux qualifications qui sont requis des personnes inscrites pour cette firme.

« ...ASIC is not a training provider or assessor and therefore will not be directly involved in the assessments and qualification courses. However, because we (ASIC) have considerable experience in issuing licences and assessing licensees compliance with their organizational competency obligations, we have developed useful benchmarks that are reflected in the policy statement. Our approach has been strongly

⁸⁴ L'article 32.2 des règles de la CFTC indique que c'est la NFA qui doit exercer les fonctions relatives à l'inscription.

influenced by the by the Australian Qualifications Framework and the role played by short industry courses and industry standards. »⁸⁵

Enfin, les cours de formation rencontrent les exigences de l'ASIC s'ils sont évalués comme tel par un contrôleur autorisé (« *authorised assessor* »).⁸⁶

Au Royaume-Uni la FSA n'exerce pas elle-même les choix quant aux cours de formation requis pour exercer dans un secteur réglementé. Les firmes peuvent choisir les cours qu'elles considèrent appropriés pour exercer dans un domaine. La FSA examine si la personne répond aux exigences du *Training and Competence Sourcebook*. Les sociétés « inscrites » doivent évaluer la compétence et juger un employé comme apte à exercer certaines fonctions (en termes de connaissances et d'aptitudes) et a réussi les examens pertinents. Toutefois, la FSA a imparti à un organisme consultatif, le *Financial Services Skills Council*, l'approbation et la coordination de la formation appropriée.

Enfin, le principe No. 21 de l'OICV à l'égard des intermédiaires traite des exigences de préparation professionnelle:

« Les règles doivent fixer des normes minimales pour l'agrément des intermédiaires de marché. »⁸⁷

La législation peut préciser les volets de préparation professionnelle (formation académique, expérience, connaissances réglementaires, supervision). En général, ces éléments sont repris de manière plus ou moins précise par les régulateurs.

Afin de contrôler les exigences en matière de formation, l'Autorité pourrait devenir un pourvoyeur de formation plutôt que déléguer cette tâche à des organismes indépendants. Toutefois, l'Autorité n'a pas d'expérience dans ce domaine et cette approche n'est pas celle retenue dans les juridictions examinées (cette fonction étant généralement impartie à des instituts spécialisés dans ce domaine). Le rôle du régulateur est généralement plutôt de surveiller ou s'assurer de la qualité de la formation.

L'analyse des réglementations étrangères met en relief deux approches quant aux conditions relatives à la formation : le régulateur peut laisser une discrétion aux inscrits afin de déterminer la formation minimale ou il peut établir une formation professionnelle

⁸⁵ *Policy Statement 164*. <http://www.cpd.com.au/asic/ps/ps146.pdf>.

⁸⁶ *Policy Statement 146*. <http://www.cpd.com.au/asic/ps/ps164.pdf>.

⁸⁷ OICV. *Objectifs et principes de régulation financière*, mai 2003.

précise pour les intervenants du marché. Cette dernière approche assure un traitement équitable et permet une meilleure mesure des qualifications requises. Toutefois, la première approche laisse une plus grande flexibilité tout en responsabilisant les inscrits.

Certaines juridictions ont décidé de reconnaître les cours de formation ou les examens des juridictions étrangères dans un contexte de globalisation des marchés. En adoptant une approche similaire, l'Autorité pourrait établir une réciprocité avec certaines juridictions et pourrait faciliter l'arrivée de nouveaux participants au marché.

Recommandation

Dans l'objectif de favoriser la clarté réglementaire, nous recommandons le maintien de la précision à l'égard de la préparation professionnelle. Cette manière assurerait un traitement plus équitable et précis pour les intervenants du marché et permettrait une protection adéquate des investisseurs.

Nous recommandons la conservation des rôles actuels de l'AMF, de la Bourse et de l'ACCOVAM à l'égard de la préparation professionnelle. Cette approche ou une variante est présente dans plusieurs juridictions.

À l'instar d'autres régulateurs, nous devrions reconnaître la formation reçue à l'étranger. Cette proposition respecte l'approche réglementaire générale de l'AMF, notamment en ce qui concerne l'autorisation de Bourses étrangères. Évidemment, avant de reconnaître la formation reçue à l'étranger, une évaluation de la formation et de l'approche réglementaire du régulateur étranger par l'AMF serait nécessaire.

Dans un principe on exigerait des intervenants dans les marchés une préparation professionnelle adéquate en fonction des activités effectuées.

Un règlement ou une instruction devrait préciser des éléments détaillés tels que :

- la préparation professionnelle doit couvrir les quatre volets suivants : la formation académique; l'expérience dans l'industrie; les connaissances réglementaires; et la supervision (pour les personnes responsables de ces activités);
- la formation minimale requise et jugée appropriée par l'industrie (c'est l'équivalent du statu quo eu égard aux normes minimales requises actuellement);

- la possibilité de reconnaître la réciprocité avec d'autres juridictions.

Nous recommandons à l'Autorité de promouvoir auprès des ACVM, ainsi qu'auprès des OAR, que le cours sur les options deviennent une partie intégrante du Cours sur le commerce des valeurs mobilières. En effet, les représentants qui veulent vendre des options doivent actuellement suivre les trois formations suivantes : Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada, Cours d'initiation aux produits dérivés et Cours sur la négociation des options.

Il est difficile de concevoir comment un intermédiaire peut conseiller adéquatement un investisseur sans tenir compte de cet élément fondamental de gestion du risque et d'établissement d'un portefeuille équilibré que sont les options. Nous croyons que tout investisseur devrait bénéficier de conseils adéquats qui lui permettront de faire des choix dans ses stratégies d'investissement. Nous croyons également que les intermédiaires seraient amenés à mieux élaborer les stratégies d'investissement au profit de leurs clients.

4.2.3 Conditions d'inscription

L'obligation d'inscription auprès d'un organisme de contrôle représente, pour l'essentiel, un outil législatif qui vise à la fois la protection du public et le bon fonctionnement d'un marché organisé. De fait, tout régime d'inscription qui prescrit des obligations à satisfaire et fixe des règles de conduite à des intervenants sur un marché donné cherche à protéger le public contre des risques potentiels qui pourraient résulter d'une carence de compétence, d'un manque d'honnêteté ou d'une incapacité financière de l'intervenant.

Le besoin de protéger l'investisseur à partir de conditions d'inscription est largement accepté, notamment dans le domaine des valeurs mobilières et des instruments financiers dérivés où il peut être difficile pour un investisseur d'apprécier la compétence de l'intermédiaire et la convenance de l'opération envisagée. Le fait de réglementer et d'imposer des conditions à l'exercice d'une activité constitue en soit une limitation à la liberté individuelle, une situation toutefois reconnue d'une manière générale à l'égard des marchés financiers.

En effet, ces marchés sont fondés sur la confiance des investisseurs vis-à-vis l'intégrité des intermédiaires et des organismes qui les encadrent. À cet égard, l'honorable juge Fauteux reconnaissait dans l'arrêt *Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission*,

[1961] R.C.S. à la page 584, que les lois sur les valeurs mobilières visent à réglementer le marché et à protéger le public :

« The paramount object of the Act is to ensure that persons who, in the province, carry on the business of trading in securities or acting as investment counsel, shall be honest and of good repute and in this way, to protect the public, in the province or elsewhere, from being defrauded as a result of certain activities initiated in the province by persons therein carrying on such business. »

La compétence, la probité et la solvabilité sont les critères d'admissibilité à la profession dans la LVM.

À titre informatif, nous présentons, ci-dessous, un tableau qui résume l'essentiel des critères et conditions du régime d'inscription applicable aux candidatures à titre de courtier ou de conseiller en valeurs qui négocient ou non des instruments dérivés.

CRITÈRES et CONDITIONS	DESCRIPTION
-------------------------------	--------------------

CRITÈRES GÉNÉRAUX

Champ d'application	L'exercice d'une activité de courtier ou de conseiller en valeurs déclenche une obligation d'inscription. (art. 5 L.)
Inscription	Le régime d'inscription à titre de courtier ou de conseiller en valeurs et de représentant de ceux-ci relève de l'AMF. (art. 148 & 149 L.)
Agrément	La personne qui exerce la fonction de membre de la direction ou membre du conseil d'administration d'un courtier ou d'un conseiller doit obtenir l'agrément de l'AMF. (art. 228 R.)
Admissibilité	Le candidat à l'inscription ou à l'agrément doit faire preuve de compétence, probité et solvabilité et doit satisfaire les exigences réglementaires. (art. 151 L.)

CRITÈRE DE COMPÉTENCE

CRITÈRES et CONDITIONS	DESCRIPTION
Formation du dirigeant	Le candidat au titre de dirigeant du courtier ou du conseiller doit posséder des connaissances et une expérience qui le prépare à ses fonctions. (art. 205 R.)
Formation du représentant	Le candidat au titre de représentant du courtier ou du conseiller doit avoir réussi avec succès des cours qui lui donnent une préparation professionnelle suffisante. (art. 205 R.)

CRITÈRE DE PROBITÉ

Honnêteté et loyauté	Le courtier ou le conseiller est tenu d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté dans ses relations avec le client. (art. 160 L.)
Professionalisme	Le courtier ou le conseiller est tenu d'apporter les soins que l'on peut attendre d'un professionnel avisé dans ses relations avec le client. (art. 235 R.)
Recommandation	Le courtier ou le conseiller est tenu de s'assurer que sa recommandation correspond aux objectifs d'investissement et à la situation financière que lui décrit le client. (art. 161 L.)
Conflit d'intérêt	Le courtier ou le conseiller est tenu de s'abstenir de toute opération pour un compte de client géré dans le cas où ses propres intérêts risquent de fausser son jugement. (art. 236 R.)
Émetteur relié ou associé	Le courtier ou le conseiller est tenu de s'abstenir de démarchage et de recommandation à l'égard de titres d'un émetteur relié ou associé à moins d'une divulgation appropriée. (art. 237.1 & 237.2 R.)
Prise ferme ou pour compte	Le courtier ne peut être membre d'un syndicat de prise ferme ou de vente d'un émetteur relié ou associé à moins d'une divulgation appropriée et qu'un autre courtier indépendant participe dans une proportion réglementaire. (Règ. 33-105)

CRITÈRES et CONDITIONS	DESCRIPTION
------------------------	-------------

CRITÈRE DE SOLVABILITÉ

Capital liquide net du courtier	Le courtier doit posséder un capital minimum de 250 000 \$ et maintenir un capital régularisé en fonction du risque positif calculé selon la méthode prévue par les Organismes d'autoréglementation, tout défaut devant faire l'objet d'un avis auprès de l'AMF. <i>(art. 207 & 211 R.)</i>
Fonds de roulement du conseiller	Le conseiller doit maintenir un fonds de roulement supérieur à la somme d'un montant de 25 000 \$ et de la franchise que comporte son assurance, tout défaut devant faire l'objet d'un avis auprès de l'AMF. <i>(art. 209 & 211 R.)</i>
Emprunt	Le courtier ou le conseiller peut emprunter des fonds qui seront intégrés à son capital ou son fonds de roulement dans la mesure où le prêteur renonce à concourir avec les autres créanciers. <i>(art. 212 R.)</i>
Couverture d'assurance	Le courtier doit souscrire et maintenir une couverture d'assurance d'au moins 500 000 \$ par risque et le conseiller doit souscrire et maintenir une couverture de 10 000 \$, toute modification ou mise en jeu devant faire l'objet d'un avis auprès de l'AMF. <i>(art. 213 & 214 R.)</i>
Participation à un fonds de garantie	Le courtier doit participer à un fonds de garantie acceptable par l'AMF, soit le « Fonds canadien de protection des épargnants ». <i>(art. 215 R.)</i>

CONDITIONS GÉNÉRALES

Établissement principal	Le courtier ou le conseiller doit posséder un établissement principal au Québec dirigé par une personne qui fait partie de sa direction. <i>(art. 203 R.)</i>
--------------------------------	--

CRITÈRES et CONDITIONS	DESCRIPTION
Établissement d'un courtier	Le courtier doit posséder un établissement clairement identifié avec une ligne téléphonique distincte. (art. 25 de Q-9)
Ressources humaines	Le courtier doit compter un minimum de 2 membres de sa direction inscrits à titre de représentant. (art. 28 de Q-9)
Contrôle interne	Le courtier ou le conseiller doit établir par écrit des règles de contrôle interne. (art. 224.2 R.)
Exercice à temps plein	Le représentant de courtier ou de conseiller doit exercer ses fonctions à temps plein. (art. 53 de Q-9)

CONDITIONS ORGANISATIONNELLES

Livres et registres	Le courtier ou le conseiller doit tenir à son établissement principal des livres et registres nécessaires à son activité et prévus par règlement, lesquels doivent être conservés pour une période d'au moins cinq ans. (art. 220 @ 224R.)
Registre des plaintes	Le courtier ou le conseiller doit tenir un registre des plaintes dont le contenu est précisé par règlement. (art. 224.1 R.)
Déclaration de principes	Le courtier ou le conseiller doit établir et déposer auprès de l'AMF une déclaration de principes qui expose les principes qu'il s'est donné à l'égard de ses activités sur les titres de personnes à l'égard desquels il est relié. (art. 234.2 R.)
Rémunération du conseiller	La rémunération du conseiller doit être fonction de la valeur du portefeuille ou de son rendement et non pas selon la valeur ou le nombre d'opérations. (art. 240 R.)

CONDITIONS OPÉRATIONNELLES

CRITÈRES et CONDITIONS	DESCRIPTION
Déclaration de principes	Le courtier et le conseiller doit remettre au client sa déclaration de principes avant de conclure une opération. (art. 234.3 R.)
Formulaire d'ouverture de compte	Un formulaire d'ouverture de compte du client dont le contenu est précisé par règlement doit être approuvé par un dirigeant du courtier ou du conseiller responsable à cette fin. (art. 231 & 232 R. et 57 de Q-9)
Convention de compte sur marge	Le client du courtier doit signer une convention de compte sur marge conforme aux règles des organismes d'autoréglementation. (art. 62 de Q-9)
Convention de compte sur instruments dérivés	Le client du courtier doit ajouter des informations au formulaire d'ouverture de compte, accuser réception d'un document d'information et signer une convention de négociation d'instruments dérivés conforme aux règles des organismes d'autoréglementation. (art. 67 L. & 60 et 61 de Q-9)
Convention de gestion	Toute convention de gestion discrétionnaire doit inclure une clause de résiliation à demande du client, doit identifier le gardien des titres et espèces et toute opération doit être approuvée par un dirigeant du courtier ou du conseiller responsable à cette fin. (art. 194, 233 & 236.4 R.)
Avis d'exécution	Le courtier doit transmettre à son client un avis d'exécution d'une opération qui comporte les informations prescrites par règlement. (art. 162 L. & 243 R.)
Relevé de compte	Le courtier et le conseiller doit transmettre à son client le relevé de compte qui comporte les informations prescrites par règlement. (art. 162 L. & 247 @ 249 R.)

Enfin, dans une section précédente (Catégories d'inscription des intermédiaires), nous avons identifié les conditions particulières applicables aux intermédiaires actifs sur les marchés de dérivés (dans le RVM et le Règlement Q-9).

Aux États-Unis les exigences d'inscription sont énumérées dans la CEA, les règles de la CFTC ainsi que celles de la NFA, qui est responsable de la surveillance de ses membres pour assurer la conformité avec lesdites règles et inscrit tout intermédiaire dans les marchés à terme en vertu d'une délégation des pouvoirs d'inscription de la CFTC. Par contre, l'inscription des intermédiaires de marché dans le domaine des options sur actions demeure sous la juridiction de la SEC avec une obligation d'adhérer à la National Association of Securities Dealers (« NASD »).

Les exigences de formation professionnelle, étudiées dans la section précédente, les exigences de solvabilité énumérées ci-dessus, de bonne réputation ainsi que toutes les exigences continues de conformité sont nécessaires pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. Les personnes reconnues coupables d'un crime ne sont pas admissibles. La NFA fait une vérification d'empreintes digitales auprès du Federal Bureau of Investigation (« FBI ») lors de l'inscription des individus. Les candidats doivent également fournir un résumé de leurs emplois et domiciles, leurs états financiers et déclarer toute faillite personnelle ou professionnelle.

Le capital minimal exigé par règlement diffère selon la catégorie d'inscription. Les IB (« introducing brokers »), par exemple, doivent maintenir un capital net ajusté⁸⁸ d'au moins⁸⁹ 30 000 \$. Des états financiers doivent accompagner la demande d'inscription et doivent démontrer la solvabilité du candidat.

Au Royaume-Uni, la FSA encadre tous les intermédiaires de marché qui exercent dans des produits assujettis dont les instruments dérivés. Nous retrouvons dans leurs guides un encadrement des intermédiaires de marché dont un régime d'inscription similaire à celui actuellement en vigueur au Québec sauf qu'aucun facteur déterminant ne précise

⁸⁸ *Commission Rule 1.17(a) requires each FCM [and IB] to maintain a minimum amount of "adjusted net capital", which is defined as net capital less deductions, or "haircuts", specified in Rule 1.17(c)(5) and (8).* Carley, James L. Director, CFTC Division of Clearing & Intermediary Oversight, *No Action Letter*, Feb. 23, 2005.

⁸⁹ « ...[E]ach person registered as an introducing broker must maintain adjusted net capital equal to or in excess of the greatest of: (A) \$30,000; (B) The amount of adjusted net capital required by a registered futures association of which it is a member; or (C) For securities brokers and dealers, the amount of net capital required by Rule 15c3-1(a) of the Securities and Exchange Commission (17 CFR 240.15c3-1(a)) ». *CFR 17 § 1.17(a)iii (If the IB is also a securities broker or dealer, a higher requirement may apply.)*

la formation et l'expérience requise de l'intermédiaire laissant ainsi à la discrétion de la FSA d'évaluer si le candidat est compétent pour exercer une fonction contrôlée. Les principaux critères sur lesquels portent les conditions d'aptitude des candidats sont l'honnêteté, l'intégrité et la réputation du candidat, sa compétence et capacité et sa solvabilité.

Il en est de même pour la Securities and Futures Commission (« SFC ») de Hong Kong où l'encadrement réglementaire détermine un ensemble de produits assujettis qui inclut les instruments dérivés. Il impose aux intermédiaires de marché un régime d'inscription qui incorpore un ensemble de conditions dont certaines propres aux instruments dérivés. Pour chacun des candidats l'Ordonnance générale suivante s'applique et les candidatures sont examinées compte tenu de celle-ci.

« Persons applying for licences and registrations under the Securities and Futures Ordinance, Cap. 571 ("SFO") must satisfy and continue to satisfy after the grant of such licences and registrations the Securities and Futures Commission that they are fit and proper persons to be so licensed or registered. In simple terms, a fit and proper person means one who is financially sound, competent, honest, reputable and reliable. »

Enfin, rappelons les principes N° 21 et N° 23 de l'OICV à l'égard des intermédiaires de marché.

Principe No 21

« Les règles doivent fixer des normes minimales pour l'agrément des intermédiaires de marché. »

Principe No 23

« Les intermédiaires de marché doivent être tenus de respecter certaines normes en matière d'organisation interne et de conduite des opérations qui visent à protéger les intérêts des clients ainsi qu'à assurer une bonne gestion du risque et en vertu desquelles les dirigeants de l'intermédiaire assument une responsabilité pleine et entière. »

Recommandations

Les diverses législations étudiées ont une grande similitude démontrant aussi que l'approche de la LVM est bonne. De ce fait nous recommandons d'adopter un grand principe reprenant, les articles 151 et 160.1 de la LVM.

Nous recommandons de plus de maintenir les critères et conditions spécifiques aux instruments dérivés actuellement en vigueur au Québec pour pouvoir exercer une activité de courtier ou de conseiller dans ce domaine de compétence.

Enfin, nous recommandons de regrouper à l'intérieur du régime général d'inscription des intermédiaires de marché un sous-ensemble de critères et de conditions qui sont spécifiques aux instruments dérivés dans l'actuelle réglementation.

Grand principe

« Le candidat à l'inscription ou à l'agrément doit faire preuve de compétence, probité et solvabilité et doit satisfaire les exigences réglementaires. »

« Le courtier ou le conseiller est tenu d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté dans ses relations avec le client. »

Partie 5 Pouvoirs de l'Autorité

La LVM a pour but de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières (incluant les dérivés), d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses et d'encadrer l'activité des professionnels du marché et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement du marché. Cette partie du document étudie les pouvoirs réglementaires nécessaires pour accomplir ce mandat.

L'Autorité doit notamment avoir le pouvoir juridique d'inspecter les entités réglementées pour s'assurer qu'elles respectent la réglementation et de mener des enquêtes afin de déterminer si des infractions ont été commises. L'Autorité a également besoin du pouvoir de réviser les décisions des entités réglementées. Ces pouvoirs d'inspection, d'enquêtes et de révision sont traités dans les pages qui suivent.

Quant aux pouvoirs de directive et de délégation, qui ne sont pas moins importants pour l'Autorité, ils ne pourront être étudiés et élaborés qu'au moment de la rédaction de la législation et ne font donc pas partie du présent document.

5.1 Les inspections

Les pouvoirs et responsabilités actuels de l'Autorité en matière d'inspection sont définis à la LAMF et dans la LVM.

« CHAPITRE III : INSPECTIONS ET ENQUÊTES

9. *L'Autorité peut, pour vérifier l'application d'une loi visée à l'article 7, désigner toute personne membre de son personnel pour procéder à une inspection.*

L'Autorité peut, par écrit, autoriser une personne autre qu'un membre de son personnel à procéder à une inspection et à lui faire rapport.

Elle peut, de plus, déléguer, par entente, tout ou partie de ses fonctions et pouvoirs d'inspection à un organisme d'autoréglementation conformément au titre III.

10. *La personne ainsi autorisée à procéder à une inspection par l'Autorité ou par un organisme d'autoréglementation peut :*

1° pénétrer, à toute heure raisonnable, dans l'établissement d'une personne ou d'une société où s'exercent des activités régies par une loi visée à l'article 7 et en faire l'inspection;

2° exiger des personnes présentes tout renseignement relatif à l'application d'une telle loi ainsi que la production de tout livre, registre, compte, contrat, dossier ou autre document s'y rapportant;

3° examiner et tirer copie des documents comportant des renseignements relatifs aux activités de cette personne ou de cette société.

Toute personne qui a la garde, la possession ou le contrôle des documents visés au présent article doit, sur demande, en donner communication à la personne qui procède à l'inspection et lui en faciliter l'examen.

11. La personne autorisée à procéder à une inspection par l'Autorité ou par un organisme d'autoréglementation doit, sur demande, s'identifier et exhiber le document attestant son autorisation.

Elle ne peut être poursuivie en justice en raison d'un acte accompli de bonne foi dans l'exercice de ses fonctions. »

La LAMF prévoit de plus :

« 78. L'Autorité a le pouvoir de procéder à l'inspection d'un organisme reconnu afin de vérifier dans quelle mesure il se conforme aux dispositions des lois et aux conditions de sa reconnaissance qui lui sont applicables ainsi qu'aux décisions de l'Autorité et de quelle manière il exerce ses fonctions et pouvoirs.

79. Les articles 9 à 11 et les articles 18 et 19 s'appliquent à l'inspection d'un organisme reconnu, compte tenu des adaptations nécessaires. »

Dans la LVM, les articles pertinents sont les suivants :

« Article 151.1 - Inspection - Loi sur les valeurs mobilières

L'Autorité a le pouvoir de faire une inspection à l'égard d'un courtier ou d'un conseiller inscrit afin de vérifier dans quelle mesure il se conforme aux dispositions de la présente loi, du règlement et des instructions générales.

Article 151.1.1 - Inspection - Loi sur les valeurs mobilières

L'Autorité peut inspecter un organisme de placement collectif, une personne agissant à titre de dépositaire, de fiduciaire ou de gérant d'un tel organisme ou tout autre participant au marché déterminé par règlement afin de vérifier le respect d'une disposition de la présente loi ou d'un règlement pris en application de celle-ci.

Les articles 151.2 à 151.4 s'appliquent à une telle inspection, compte tenu des adaptations nécessaires.

Article 151.2 - Qualité - Loi sur les valeurs mobilières

L'inspecteur doit, sur demande, justifier de sa qualité.

Article 151.3 - Pouvoirs de l'inspecteur - Loi sur les valeurs mobilières

Dans l'exercice de sa mission, l'inspecteur a le pouvoir :

1° de pénétrer dans tout établissement du courtier ou du conseiller, pendant les heures normales d'ouverture;

2° de tirer copie des livres, registres ou autres documents reliés à l'exercice de l'activité du courtier ou du conseiller;

3° d'exiger tout renseignement relié à l'exercice de l'activité du courtier ou du conseiller, ainsi que la production de tout document s'y rapportant. »

Dans les lois britannique et américaine, les pouvoirs d'inspection des autorités réglementaires découlent des obligations de collaboration et de conservation des informations des entités réglementées.

« The FSA prefers to discharge its functions by working in an open and cooperative relationship with firms. The FSA will look to obtain information in the context of that relationship unless it appears that obtaining information in that way will not achieve the necessary results, in which case it will use its statutory powers. »⁹⁰

Aux États-Unis, tous les documents requis par la CEA doivent être conservés par les entités réglementées et accessibles à la Commission :

« (a)(1) All books and records required to be kept by the Act or by these regulations shall be kept for a period of five years from the date thereof and shall be readily accessible during the first 2 years of the 5-year period. All such books and records shall be open to inspection by any representative of the Commission or the United States Department of Justice. »⁹¹

Recommandation

Les pouvoirs d'inspection sont des pouvoirs clefs pour l'Autorité afin de réaliser sa mission. Ils permettent d'assurer le respect de la Loi de manière préventive et ainsi d'assurer la protection des consommateurs de produits financiers. Ces pouvoirs ont d'ailleurs fait leurs preuves et ne présentent pas de difficulté d'application particulière.

Il est toutefois important de constater que ces pouvoirs se trouvent actuellement répartis dans deux lois, la LAMF et la LVM et que certaines dispositions sont répétitives.

Contrairement aux législations américaines et du Royaume-Uni, aucune disposition spécifique ne prévoit la collaboration des personnes assujetties sauf par l'exercice par l'Autorité de pouvoirs à caractères coercitifs.

Nous recommandons en conséquence que les pouvoirs d'inspection prévus dans la LAMF s'appliquent à la Loi sur les dérivés et que l'on évite une duplication des dispositions dans les lois d'autant plus que certaines personnes seraient assujetties en

⁹⁰ FSA Handbook.

⁹¹ 17 CFR § 1.31.

même temps à la LAMF, la LVM et la Loi sur les dérivés. Ce pouvoir d'inspection pourrait ainsi s'appliquer aux participants du marché à être déterminés par règlement, aux Bourses et chambres de compensation ainsi qu'à tout fournisseur de services impliqué dans le déroulement des opérations de dérivés.

Il est également recommandé d'adopter un grand principe, similairement au Royaume-Uni et aux États-Unis, traitant de l'esprit de coopération devant prévaloir dans les communications avec l'Autorité. Cette coopération est essentielle et ne saurait être comblée efficacement par l'exercice de pouvoirs coercitifs.

Grands principes

« Les entités réglementées doivent traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec l'AMF et communiquer de façon appropriée à l'AMF tout renseignement dont celle-ci s'attend raisonnablement à être informée. »

Autres dispositions de la Loi sur les dérivés

Administration de la loi

Renvoi aux pouvoirs d'inspection dans la LAMF avec un ajout en ce qui concerne le pouvoir d'inspecter les participants du marché et fournisseurs de service.

5.2 Divulgence des rapports d'inspection

Selon la LAMF, l'Autorité a le pouvoir, dans le cadre de ses activités de surveillance et de supervision, de procéder à l'inspection d'un OAR ou d'une entité réglementée. Aux termes de l'inspection, l'AMF prépare un rapport sur les conclusions de l'inspection. Les questions suivantes se posent quant à sa divulgation : doit-on le rendre disponible au public de façon systématique ou sur simple demande, l'Autorité devrait-elle garder un pouvoir discrétionnaire de le divulguer ou non, devrions-nous en interdire la divulgation ?

En vertu de l'article 16⁹² de la LAMF, les rapports d'inspection ne sont pas divulgués de façon systématique au public. L'Autorité détient un pouvoir discrétionnaire à cet égard. Ce principe est repris dans la LVM à son article 297⁹³.

⁹² « Aucune personne employée par l'Autorité ou autorisée par elle à exercer des pouvoirs d'inspection ou d'enquête ne doit communiquer ou permettre que soit communiqué à qui que ce soit, un renseignement obtenu en vertu des dispositions de la présente loi ou d'un règlement pris par le gouvernement pour son application ni permettre l'examen d'un document produit en vertu de ceux-ci, sauf dans la mesure où elle y est autorisée par l'Autorité. Il en est de même pour tout renseignement ou document relatif à l'application de lignes directrices et fourni volontairement à l'Autorité.

Malgré les articles 9, 23, 24 et 59 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (L.R.Q., chapitre A-2.1), seule une personne autorisée généralement ou particulièrement par l'Autorité a accès à un tel renseignement ou document. »

En Ontario, aux États-Unis et en Australie, les autorités réglementaires ont également le pouvoir discrétionnaire de publier les rapports d'inspection.

Une Loi qui indique que les rapports seront ou ne seront pas publiés serait plus claire. Selon l'analyse effectuée, la divulgation systématique d'un rapport d'inspection présenterait certains avantages mais également plusieurs inconvénients. Parmi les avantages, on y retrouve une plus grande responsabilisation du régulateur quant à son obligation de rendre compte. Toutefois, la publication pourrait rendre plus difficile la collecte des informations et diminuer la qualité des échanges avec les entités réglementées. Par ailleurs, le rapport d'inspection pourrait être soumis à une mauvaise interprétation par certains participants au marché, ce qui pourrait avoir des effets négatifs importants sur l'entité réglementée et sur l'ensemble des marchés financiers.

Recommandation

En ce qui concerne la divulgation du rapport d'inspection d'une entité réglementée, l'Autorité devrait conserver un pouvoir discrétionnaire.

Il faudrait toutefois inclure dans la Loi sur les dérivés une disposition similaire à l'article 297 de la LVM ou, préférablement, amender la LAMF afin d'ajouter, à son Annexe 1 (en référence à l'article 7 de la LAMF), la Loi sur les dérivés afin que les entités réglementées soient assujetties aux dispositions de cette loi.

5.3 Pouvoir d'enquête

L'Autorité a, entre autres, pour mission de prêter assistance aux consommateurs et de veiller à ce que les institutions financières et autres intervenants respectent les obligations que la loi leur impose.

Par ailleurs, la LVM a pour mission d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses et d'encadrer l'activité des professionnels du marché et des organismes chargés d'assurer le fonctionnement d'un marché. Une autorité responsable de l'application d'une loi ne saurait fonctionner sans les pouvoirs d'enquêtes indispensables à l'exercice d'une telle mission. Il en va ainsi pour le Québec où les pouvoirs d'enquêtes se retrouvent dans deux lois : la LAMF et la LVM.

⁹³ « Les rapports d'enquête, les rapports d'inspection et les pièces à l'appui ne peuvent être consultés qu'avec l'autorisation de l'Autorité et ce, malgré l'article 9 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels. »

Les pouvoirs d'enquêtes de l'Autorité prévus par la LAMF s'énoncent comme suit :

« CHAPITRE III : INSPECTIONS ET ENQUÊTES

12. *L'Autorité peut, de sa propre initiative ou sur demande, faire toute enquête si elle a des motifs raisonnables de croire qu'il y a eu un manquement à une loi visée à l'article 7.*

13. *L'Autorité peut autoriser une personne visée aux premier et deuxième alinéas de l'article 9 à exercer tout ou partie des pouvoirs que lui confère l'article 12.*

14. *La personne que l'Autorité a autorisée à enquêter est investie des pouvoirs et de l'immunité des commissaires nommés en vertu de la Loi sur les commissions d'enquête (L.R.Q., chapitre C-37), sauf du pouvoir d'ordonner l'emprisonnement.*

15. *La personne soumet à l'Autorité tout rapport d'enquête.*

16. *Aucune personne employée par l'Autorité ou autorisée par elle à exercer des pouvoirs d'inspection ou d'enquête ne doit communiquer ou permettre que soit communiqué à qui que ce soit, un renseignement obtenu en vertu des dispositions de la présente loi ou d'un règlement pris par le gouvernement pour son application ni permettre l'examen d'un document produit en vertu de ceux-ci, sauf dans la mesure où elle y est autorisée par l'Autorité. Il en est de même pour tout renseignement ou document relatif à l'application de lignes directrices et fourni volontairement à l'Autorité.*

Malgré les articles 9, 23, 24 et 59 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (L.R.Q., chapitre A-2.1), seule une personne autorisée généralement ou particulièrement par l'Autorité a accès à un tel renseignement ou document.

17. *L'Autorité peut rejeter de façon sommaire toute demande d'enquête jugée frivole ou manifestement mal fondée.*

Le demandeur, le cas échéant, doit en être informé ainsi que les autres personnes visées par la demande.

18. *Sauf sur une question de compétence, aucun des recours en vertu de l'article 33 du Code de procédure civile (L.R.Q., chapitre C-25) ou recours extraordinaires au sens de ce code ne peut être exercé, ni aucune injonction accordée contre l'Autorité, contre un organisme d'autoréglementation ou contre une personne autorisée à procéder à une inspection ou à faire une enquête.*

Tout juge de la Cour d'appel peut, sur requête, annuler sommairement toute décision rendue, ordonnance ou injonction prononcée à l'encontre du premier alinéa.

19. *Toute personne qui entrave l'action de l'Autorité ou d'une personne qu'elle autorise dans l'exercice d'un pouvoir visé aux articles 9, 10, 12 et 13 commet une infraction et est passible d'une amende de 500 \$ à 5 000 \$.*

L'amende est portée au double en cas de récidive. »

La LVM prévoit également des pouvoirs en matière d'enquête qui sont demeurés en vigueur malgré l'adoption de la LAMF récemment. Ces pouvoirs, qui remontent à l'adoption de la LVM en 1983, ont fait l'objet de quelques modifications ou ajouts depuis. Ils ont également subi le test des tribunaux ce qui leur confère une certitude d'application (Annexe G). Les commissions canadiennes possèdent des pouvoirs très similaires à ceux de la LVM. La Colombie Britannique a, dans le cadre du développement de sa nouvelle future loi, une section concernant les pouvoirs d'enquête qui demeurent très similaires aux nôtres (Annexe H).

Par ailleurs, tout comme dans le cas des pouvoirs d'inspection, la LVM comporte un chapitre portant sur les pouvoirs d'enquête, les mesures conservatoires ainsi que certains autres pouvoirs accessoires à l'exercice de sa juridiction. Les mesures conservatoires étant traitées dans une autre section, nous limiterons nos observations en ce qui concerne les enquêtes et mesures accessoires.

Dans la loi britannique la FSA dispose des pouvoirs statutaires résumés ci-après :

- « 1. to require the provision of information;*
- 2. to require reports from skilled persons;*
- 3. to appoint investigators; and*
- 4. to apply for a warrant to enter premises. »*

Aux États-Unis, tous les documents requis par la CEA doivent être conservés par les entités réglementées et accessibles à la Commission :

« (a)(1) All books and records required to be kept by the Act or by these regulations shall be kept for a period of five years from the date thereof and shall be readily accessible during the first 2 years of the 5-year period. All such books and records shall be open to inspection by any representative of the Commission or the United States Department of Justice. »⁹⁴

Le pouvoir d'enquête est ainsi accordé à la CFTC :

« Sec. 8. (a)(1) For the efficient execution of the provisions of this Act, and in order to provide information for the use of Congress, the Commission may make such investigations as it deems necessary to

⁹⁴ 17 CFR § 1.31.

ascertain the facts regarding the operations of boards of trade and other persons subject to the provisions of this Act. »⁹⁵

Nous référons également aux pouvoirs de Hong Kong à l'Annexe I.

Recommandation

Les pouvoirs d'enquête sont des pouvoirs clefs pour l'Autorité afin de réaliser sa mission. Vu l'efficacité des dispositions déjà en vigueur dans la LVM, pouvoirs d'ailleurs très similaires à ceux que l'on retrouve dans d'autres législations, nous recommandons de les appliquer à la Loi sur les dérivés. Nous avons suggéré l'adoption d'un grand principe portant sur la collaboration entre l'entité réglementée et l'Autorité et axé sur la communication des renseignements. Cette recommandation prend tout son sens dans le contexte des enquêtes.

Nous croyons qu'il serait toutefois préférable que ces pouvoirs d'enquête soient intégrés dans la LAMF plutôt que dans la Loi sur les dérivés. En effet, il ne semble pas utile de répéter dans diverses lois les mêmes pouvoirs mais de les regrouper dans une seule loi habilitante. Si cette recommandation est suivie, il est évident que cela implique une modification à la LVM et la LAMF visant le regroupement des dispositions en cause.

Les sanctions seront étudiées et proposées au moment de la rédaction de la législation.

Loi sur les dérivés

« L'Autorité des marchés financiers, en vertu de l'article 1 de la LAMF, est chargée de l'administration de la présente loi et exerce les fonctions et pouvoirs qui y sont prévus. »

5.4 Ordonnances de blocage

L'Autorité pourrait se voir conférer des pouvoirs administratifs dans la Loi sur les dérivés afin de lui permettre de rendre directement des ordonnances visant le gel de fonds ou d'actifs d'un contrevenant à la Loi, tant pour elle-même que pour le bénéfice d'une juridiction étrangère ou pour nommer un administrateur provisoire.

On peut constater à la lecture de la LVM que l'Autorité ne détient aucun pouvoir administratif lui permettant d'émettre, de son propre gré, en vue ou au cours d'une enquête, une ordonnance de blocage (« *freeze order* ») sur les biens d'une personne. Pour ce faire, elle doit s'adresser au Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (« BDRVM »), un tribunal administratif créé en vertu de la LAMF. Le BDRVM

⁹⁵ 7 USC §12(a)1.

est complètement indépendant de l'Autorité et est responsable d'exercer plusieurs des pouvoirs administratifs établis en vertu de la LVM. Ainsi, seul le BDRVM peut émettre des ordonnances de blocage (articles 249 et ss. LVM) ou imposer des pénalités à un contrevenant (articles 273.1 et ss. LVM).

L'Autorité peut s'adresser au tribunal, aux termes de l'article 269.2 de la LVM, pour demander de déclarer qu'une personne a fait défaut de respecter une obligation prévue par la LVM ou un de ses règlements, et de condamner cette personne à payer des dommages-intérêts en raison du préjudice ainsi causé à autrui.

Enfin, dans certains cas, l'Autorité peut demander au BDRVM qu'il recommande au ministre des Finances de désigner un administrateur provisoire qui sera chargé de l'administration des biens d'une personne ou de l'administration d'une société à la place du conseil d'administration et ce, à certaines conditions détaillées à l'article 257 de la LVM. Curieusement, il s'agit d'un pouvoir de recommandation attribué à un tribunal administratif alors qu'il n'y a aucun pouvoir décisionnel et le Ministre n'est pas lié par cette recommandation. De plus, le Ministre doit donner à la personne visée le droit d'être entendue. Enfin, une décision qui affecte les droits d'une personne est rendue par le Ministre plutôt que par un tribunal.

L'Autorité pourrait assister le régulateur d'une juridiction étrangère afin d'obtenir une ordonnance visant à empêcher une personne de se départir de ses actifs en sol québécois suite à la contravention à une loi étrangère. En effet, l'article 239(3) de la LVM précise que l'Autorité peut instituer une enquête en vue de réprimer les infractions aux dispositions adoptées par une autre autorité législative en matière de valeurs mobilières. Une fois cette enquête instituée, l'Autorité pourrait requérir du BDRVM une ordonnance de blocage aux termes de l'article 249 de la LVM. Les dispositions sur le pouvoir de blocage sont donc silencieuses sur la capacité d'assistance d'une autre juridiction mais il semble possible de le faire.

Tel que susmentionné, l'Autorité doit procéder par le biais du BDRVM, afin de faire émettre une ordonnance de blocage sur les actifs d'une personne qui fait ou qui pourrait faire l'objet d'une enquête de même que pour l'imposition de pénalités ou le remboursement des frais d'inspection ou d'enquête encourus par l'Autorité. Elle peut également s'adresser au tribunal pour obtenir une injonction ou une condamnation à des

dommages-intérêts, punitifs ou non. Toutefois, l'Autorité serait une des seules à devoir obtenir une autorisation ministérielle pour nommer un administrateur provisoire.

En Ontario, la CVMO peut ordonner un blocage qui est toutefois soumis à la Cour de l'Ontario dans les sept jours :

« La Commission peut, au moyen d'une directive, enjoindre à une personne ou à une compagnie qui est dépositaire ou qui a le contrôle ou la garde de fonds, de valeurs mobilières ou de biens d'une personne ou d'une compagnie de retenir ces fonds, valeurs mobilières ou biens jusqu'à ce que la Commission, par écrit, révoque la directive ou consente à soustraire un fonds, une valeur mobilière ou un bien en particulier à l'application de la directive, ou jusqu'à ce que la Cour de l'Ontario (Division générale) en ordonne autrement, si la Commission le juge opportun... »⁹⁶

« Aussitôt que possible, mais au plus tard sept jours après que la directive a été donnée en vertu du paragraphe (1), la Commission demande à la Cour de l'Ontario (Division générale), par voie de requête, le maintien de la directive ou toute autre ordonnance que le tribunal estime appropriée. »⁹⁷

En Alberta, la *Loi sur les valeurs mobilières* de cette province accorde à l'*Executive Director* de la commission les mêmes pouvoirs qu'en Ontario en matière de blocage.

En Colombie Britannique, le pouvoir de blocage existe également mais, à la différence du Québec, n'exige pas de renouvellements périodiques. La commission doit toutefois s'adresser à la Cour suprême de cette province pour obtenir une ordonnance en restitution ou l'imposition de dommages-intérêts punitifs. Elle peut néanmoins imposer, après audition, une pénalité administrative. Toutefois, la nouvelle *Loi sur les valeurs mobilières* (non en vigueur à ce jour) permettra à la Commission d'émettre directement, pour elle-même ou pour une autre juridiction, une ordonnance de blocage (comme en Ontario et en Alberta.) Elle pourra s'adresser à la Cour suprême de cette province pour la nomination d'un administrateur provisoire.

En ce qui concerne les autres juridictions étrangères, la FSA du Royaume-Uni, la BaFin d'Allemagne et la SFC de Hong-Kong ont le pouvoir d'émettre directement des *freeze orders*. Toutefois, contrairement à l'Ontario et à l'Alberta, elles ne peuvent le faire pour le bénéfice d'autres juridictions, à moins, dans certains cas, de soumettre cette

⁹⁶ LVMO 1994, chap. 11, art. 375 §126(1).

⁹⁷ Ibid. §126(5).

demande à un tribunal. Quant à l'AMF française, l'ASIC d'Australie, la CFTC et la SEC des États-Unis, elles ne détiennent pas de tels pouvoirs. Elles doivent plutôt s'adresser aux tribunaux de droit commun.

Recommandation

Nous recommandons de maintenir l'ensemble des pouvoirs spéciaux décrits dans l'actuelle LVM. Il y aurait toutefois lieu de modifier certains de ces pouvoirs afin de :

1. permettre spécifiquement le blocage de fonds ou actifs pour le bénéfice d'autres juridictions;
2. éliminer la périodicité des renouvellements des ordonnances de blocage en s'inspirant de la procédure prévue par la future loi sur les valeurs mobilières de Colombie-Britannique;
3. prévoir que la procédure concernant la demande d'administration provisoire soit modifiée afin qu'une telle administration provisoire puisse être demandée par l'AMF auprès d'une instance judiciaire ou quasi judiciaire le plus spécialisée possible plutôt qu'auprès du Ministre;
4. s'inspirer des pouvoirs spéciaux prévus dans la CFA ontarienne en ce qui regarde certaines interventions dans le cadre d'opérations sur les marchés à terme;
5. Reprendre les pouvoirs actuels tels que les ordonnances de cesser de transiger, retrait du bénéfice de dispense, etc.

5.5 Pouvoir de révision

Les décisions d'une entité réglementée sont assujetties au pouvoir de révision de son régulateur. Ce pouvoir permet au régulateur de réviser d'office les décisions rendues par une entité réglementée et, lorsque nécessaire, de les renverser. Il permet également de réviser les décisions d'une entité réglementée à la demande d'une personne directement affectée par une telle décision.

Les dispositions actuelles relatives au pouvoir de révision sont les suivantes.

La LAMF :

« 85. Une personne, une société ou une autre entité directement affectée par une décision rendue par un organisme reconnu peut en demander la révision par l'Autorité dans un délai de 30 jours.

*L'Autorité peut d'office réviser une telle décision.*⁹⁸

92. Est institué le « Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières ».⁹⁹

93. Le Bureau exerce, à la demande de l'Autorité ou de toute personne intéressée, les pouvoirs prévus à la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., chapitre V-1.1) relativement :

1. au retrait, à la suspension ou à la restriction des droits conférés par l'inscription d'un courtier ou d'un conseiller en valeurs en vertu de l'article 152 de cette loi;

2. à une ordonnance concernant la conduite à tenir à l'égard d'une personne morale, société ou entité exerçant l'activité de Bourse ou de compensation de valeurs en vertu de l'article 172 de cette loi;

3. à une ordonnance de blocage selon le titre neuvième de cette loi;

4. à la recommandation au ministre pour la nomination d'un administrateur provisoire, pour la liquidation des biens d'une personne ou pour la liquidation d'une société en vertu des articles 257 et suivants de cette loi;

5. au refus du bénéfice d'une dispense en vertu de l'article 264 de cette loi;

6. à l'interdiction d'une activité visant une opération sur valeurs en vertu de l'article 265 de cette loi, sauf pour le manquement à une obligation de dépôt des états financiers exigé suivant la section II du chapitre II du titre III de cette loi;

7. à l'interdiction à une personne d'exercer l'activité de conseiller en valeurs en vertu de l'article 266 de cette loi;

8. à l'interdiction ou à la restriction du démarchage sur une valeur déterminée en vertu de l'article 270 de cette loi;

9. à une ordonnance de blâme en vertu de l'article 273 de cette loi;

10. à l'imposition d'une pénalité administrative, au remboursement des frais d'enquête et à l'interdiction d'agir comme administrateur et dirigeant en vertu des articles 273.1 à 273.3 de cette loi.

Le Bureau exerce également les pouvoirs de révision des décisions visées à l'article 322 de cette loi. Le Bureau ne peut, lorsqu'il apprécie les faits ou le droit aux fins du deuxième alinéa, substituer son appréciation de l'intérêt public à celle que l'Autorité en avait faite pour prendre sa décision. »¹⁰⁰

⁹⁸ D. 45-2004 (en vigueur le 2004-02-01); 2004, chap. 37, art. 45 (en vigueur le 2004-12-17).

⁹⁹ D. 1271-2003 (en vigueur le 2003-12-03).

¹⁰⁰ D. 45-2004 (en vigueur le 2004-02-01); 2004, chap. 37, art. 90 (en vigueur le 2004-12-17).

La LVM :

Article 310 - Révision

« L'Autorité peut, d'office, réviser toute décision prise par une personne exerçant un pouvoir délégué, par une personne morale, une société ou une autre entité autorisée en vertu des articles 169 à 171 ou par un organisme d'autoréglementation.

L'Autorité doit donner à la personne, à la société, à l'autre entité ou à l'organisme d'autoréglementation l'occasion de présenter ses observations dans le délai prévu¹⁰¹ à l'article 318. »¹⁰²

Article 322 - Demande en révision

« Une personne directement affectée par une décision rendue par l'Autorité, par une personne morale, une société ou une autre entité autorisée en vertu des articles 169 à 171 ou par un organisme d'autoréglementation reconnu peut, dans un délai de 30 jours, en demander la révision auprès du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières institué en vertu de l'article 92 de la Loi sur l'Autorité des marchés financiers (2002, chapitre 45).

Une personne morale, une société ou une autre entité autorisée en vertu des articles 169 à 171 ou un organisme d'autoréglementation reconnu peut également demander la révision d'une décision de l'Autorité rendue en vertu des articles 74, 76, 77, 80, 88 et 89 de cette loi ou de l'article 172 de la présente loi en ce qui concerne une personne morale, une société ou une autre entité autorisée en vertu de l'article 169. »¹⁰³

Dans le cas d'une demande de révision par une personne directement affectée par une décision rendue par un organisme reconnu, on remarque qu'à l'article 85 de la LAMF l'Autorité a le pouvoir de révision alors qu'en vertu de l'article 322 de la LVM, c'est le BDRVM. Par conséquent, dans le cas d'une décision rendue par un organisme d'autoréglementation, il peut y avoir deux traitements différents; ce qui n'est pas souhaitable. Les personnes affectées par une décision d'un organisme d'autoréglementation pourraient faire du *magasinage*.

¹⁰¹ « L'Autorité ou une personne exerçant un pouvoir délégué doit, avant de prendre une décision qui affecte défavorablement les droits d'une personne, lui notifier un préavis de 15 jours de son intention mentionnant les motifs sur lesquels celle-ci est fondée et la possibilité pour la personne de présenter ses observations ou de produire des documents pour compléter son dossier.

Toutefois, l'Autorité ou la personne exerçant un pouvoir délégué peut, sans préavis, prendre une décision valable pour une période d'au plus 15 jours, si elle est d'avis qu'il y a urgence ou que tout délai accordé pour permettre à la personne visée de présenter ses observations peut porter préjudice.

La décision doit être motivée et prend effet à compter du moment où l'Autorité en transmet avis à la personne qui y est visée. Celle-ci peut, dans les six jours de sa réception, présenter ses observations à l'Autorité ou, le cas échéant, à la personne exerçant le pouvoir délégué.

L'Autorité ou la personne exerçant le pouvoir délégué peut révoquer sa décision. » 1982, chap. 48, art. 318; 2002, chap. 45, art. 673 (D. 45-2004); 2004, chap. 37, art. 34.

¹⁰² 1982, chap. 48, art. 310; 2002, chap. 45, art. 662 (D. 45-2004); 2004, chap. 37, art. 33.

¹⁰³ 1982, chap. 48, art. 322; 1990, chap. 77, art. 52; 2002, chap. 45, art. 679 (D. 45-2004); 2004, chap. 37, art. 35.

Aux États-Unis, la CFTC peut réviser les décisions prises par une Bourse :

« CFTC 8c(b) – The Commission may, in its discretion and in accordance with such standards and procedures as it deems appropriate, review any decision by an exchange whereby a person is suspended, expelled, otherwise disciplined, or denied access to the exchange. In addition, the Commission may, in its discretion and upon application of any person who is adversely affected by any other exchange action, review such action.

(c) The Commission may affirm, modify, set aside or remand any exchange decision it reviews pursuant to subsection (b), after a determination on the record whether the action of the exchange was in accordance with the policies of this Act. Subject to judicial review, any order of the Commission entered pursuant to subsection (b) shall govern the exchange in its further treatment of the matter.»¹⁰⁴

En Ontario,

« 21.1 (1) Le directeur général ou la personne ou la compagnie directement touchée par une directive, une décision ou un ordre donnés ou rendus en application d'un règlement administratif, d'une règle, d'un règlement, d'une politique, d'une procédure, d'une interprétation, d'une directive ou d'une pratique d'une Bourse inscrite de contrats à terme sur marchandises, d'un organisme d'autoréglementation reconnu ou d'une chambre de compensation reconnue, ou encore par leur application, peut, par voie de requête, demander à la Commission de tenir une audience et de réviser la directive, la décision ou l'ordre. »¹⁰⁵

Recommandation

Pour les instruments dérivés, nous recommandons de maintenir les pouvoirs de révision des décisions rendues par une entité réglementée qui sont actuellement prévus à l'article 85 de la LAMF soit le pouvoir de réviser ces décisions sur demande d'une personne qui est directement affectée de même que le pouvoir de les réviser d'office. Les instruments dérivés étant des instruments différents des valeurs mobilières, ces pouvoirs devraient être exercés directement par l'Autorité qui est dès lors autorisée à faire usage de sa discrétion en tenant compte de l'intérêt public.

Par ailleurs, pour les entités réglementées qui oeuvreraient dans un domaine autre que les instruments dérivés, il serait également souhaitable que la LAMF et la LVM soient modifiées de façon à éliminer la possibilité d'offrir deux traitements différents. Nous sommes d'avis que seul le BDRVM devrait exercer ce pouvoir de révision.

¹⁰⁴ 7 U.S.C. §12c(b).

¹⁰⁵ *Contrats à terme sur marchandises (Loi sur les)*, L.R.O. 1999, chap. 9, art. 30.

Partie 6 Conclusion

La présente étude propose une nouvelle approche d'encadrement du secteur financier des dérivés. La création d'une nouvelle loi, distincte de celle sur les valeurs mobilières, basée sur des principes plutôt qu'un cadre normatif, permettrait à ce marché en plein essor de continuer à se développer efficacement sans les contraintes traditionnelles ayant un effet de ralentissement et mal adaptées à la réalité de ce marché.

L'approche qui est proposée est certes nouvelle au Canada mais a l'avantage d'avoir été utilisée avec succès entre autres aux États Unis. Adopter un cadre similaire, outre le succès rencontré chez nos voisins, permettrait de tenir compte de la réalité nord américaine. Toute nouvelle approche peut susciter des incertitudes, mais nous croyons que l'encadrement de ce secteur d'activité justifie autant d'imagination dans le développement de nouveaux outils législatifs et réglementaires que le marché en a dans son propre développement.

Plusieurs propositions impliqueraient des modifications aux lois existantes. Il s'agit là d'une conséquence inévitable à l'adoption d'un nouveau régime d'encadrement sectoriel. Par ailleurs, il s'agirait également d'une occasion pour effectuer les modifications permettant d'adapter de façon plus efficace les diverses lois sectorielles à la LAMF.

Un tel projet ne saurait être réalisé sans tenir compte des objectifs de nos homologues des autres juridictions au Canada tout en retenant le fait que la Bourse de Montréal est la seule Bourse de produits dérivés financiers au pays. À cette fin, des consultations informelles ont eu lieu avec certaines des juridictions les plus impliquées. Sans rechercher une uniformisation complète, la plus grande harmonisation possible se doit d'être recherchée et, dans cette optique, nous avons voulu recueillir les observations de nos collègues canadiens.

Nous proposons enfin que, une fois la consultation terminée, les commentaires recueillis et les modifications jugées nécessaires intégrées, le document d'étude permette de débiter les travaux de rédaction d'un projet de loi sur les dérivés.

Bibliographie

Articles et publications

Commodity Futures Trading Commission. *Commitments of Traders Report*. Washington : CFTC, 2004. <http://www.cftc.gov/opa/backgrounder/opacot596.htm>.

Lukken, Walter. *Reauthorization : let the debate begin*. Washington : Futures and Derivatives Law Report, sept 2004. 6 Ed. Vol. 24. <http://www.cftc.gov/files/opa/press04/opafdlrukkenarticle.pdf>.

Russo, Filippo. *Evolving Role of Central Counterparty Clearing Houses*. Rome : Economia, Societa' e Istituzioni, 2002. <http://www.luiss.it/ricerca/istituti/ise/review/2002/02/Russo.pdf>.

Discours

Briault, Clive. *The Costs of Financial Regulation*. Mannheim : Financial Services Authority, 2003. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2003/sp140.shtml>.

Brown-Hruska, Sharon. *Securities Industry Association Hedge Funds Conference Keynote Speech*. CFTC, 2004. <http://www.cftc.gov/opa/speeches04/opabrown-hruska-22.htm>.

Davies, Howard. *Integrated Financial Regulation: lessons from the UK's Financial Services Authority*. Frankfurt : FSA, 2001. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2001/sp86.shtml>.

McCarthy, Callum. *How do we achieve regulatory convergence in practice?*. London : Financial Services Authority, 2004. <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2004/SP218.shtml>.

Parkinson, Patrick M. *Testimony before the Subcommittee on Risk Management, Research and Specialty Crops of the Committee on Agriculture*. Washington : Federal Reserve Board, 2000. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2000/20000614.htm>.

Livres

McBride Johnson, Phillip. *Commodities Regulation*. Toronto : Little, Brown and Company, 1982.

National Futures Association. *Margins Handbook*. Chicago : NFA, 2004. <http://www.nfa.futures.org/compliance/publications/Margins/MarginsHandbook.pdf>.

Pigeon, Louis-Philippe. *Rédaction et interprétation des lois*. Québec : Gouvernement du Québec, 1986. 3 Ed.

Prentice, Robert A. *Law of Business Organizations and Securities Regulation*. Englewood Cliffs NJ : Prentice Hall, 1994. 2 Ed.

Tannis, William et al. *Securities Regulation: Issues and Perspectives*. Scarborough : Carswell, 1994.

Williams, Douglas O. *Democracy and Finance*. New Haven, Conn : Yale University Press, 1940. 3 Ed.

Williams, Jeffrey. *Manipulation on Trial*. Cambridge : Cambridge University Press, 1995.

Rapports

- Bernier, Jean-François. *Les instruments dérivés et leur encadrement*. Montréal : CVMQ, 2003.
- Carson, John W. *Conflicts of Interest in Self-Regulation*. Washington : World Bank, 2003.
<http://ssrn.com/abstract=636602>.
- Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique. *New Concepts for Securities Regulation*. Vancouver : BCSC, 2002.
[http://www.bsc.bc.ca/historycomdoc.nsf/946df1626e4a644e872568b7007098dd/ffb85755a68dce2e88256b64005970f8/\\$FILE/New_Concepts.pdf](http://www.bsc.bc.ca/historycomdoc.nsf/946df1626e4a644e872568b7007098dd/ffb85755a68dce2e88256b64005970f8/$FILE/New_Concepts.pdf).
- Commodity Futures Trading Commission. *CFTC Glossary*. Washington : CFTC, 2004.
[\\Cvmq_SF1\SYS\CVMQ\78EncMarc\3_Dérivés\Documents\cftcglossary.pdf](http://Cvmq_SF1\SYS\CVMQ\78EncMarc\3_Dérivés\Documents\cftcglossary.pdf).
- Commodity Futures Trading Commission, Office of International Affairs. *Working paper on national laws relating to over-the-counter derivatives transactions and the public policy objectives of financial regulation*. Washington : CFTC, 2000. <http://www.cftc.gov/files/oia/oiaotcnatl.pdf>.
- Commodity Futures Trading Commission. *Futures Exchange and Contract Authorization Standards and Procedures in Selected Countries*. Washington : CFTC, 1999.
<http://www.cftc.gov/files/oia/oiamarketcontracts.pdf>.
- Currie, Carolyn V. *Towards a General Theory of Financial Regulation*. Sydney, Australia : University of Technology, 2003. <http://www.business.uts.edu.au/finance/research/wpapers/wp132.pdf>.
- Dale, Richard. *Derivatives Clearing Houses*. Journal of International Banking Law, 1997. Vol. 2.
- Dechert, Susan. *CFTC Regulation of Derivatives*. Washington : American Bar Association, 2002.
<http://www.abanet.org/buslaw/corporateresponsibility/clearinghouse/02annual/37/ervin.pdf>.
- di Giorgio, Giorgio et al. *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area*. Philadelphia : Wharton School Center for Financial Institutions, 2001.
<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0102.pdf>.
- European Association of Central Counterparty Clearing Houses. *Comments of Each on the CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties*. Zurich : EACH, 2004.
http://www.fese.org/each/documents/final_comments_cpss.pdf.
- Financial Services Authority. *The regulation of the wholesale cash and OTC derivative markets under section 43 of the Financial Services Act 1986*. London : FSA, 1999.
<http://www.fsa.gov.uk/pubs/additional/grey.pdf>.
- Giordano, Francesco. *Cross-Border Trading in Financial Securities in Europe*. Madrid : ECMI, 2002.
http://www.ecmi.es/asp/tpv/guardaAcceso.asp?ref_producto=005&fichero=giordano&redirigePDF=1.
- Grünbichler, Andreas et al. *Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions*. Vienna : AFMA, 2003.
[http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/0/11db6e43d8a47a5cc1256db0003e76cb/\\$FILE/Thema%2008%20Regulation%20and%20Supervision%20of%20Fin.%20Markets%20and%20Institutions%20-%20Grunbichler%20Andreas%20Darlap%20Patrick.pdf](http://www.sbf.unisg.ch/org/sbf/web.nsf/0/11db6e43d8a47a5cc1256db0003e76cb/$FILE/Thema%2008%20Regulation%20and%20Supervision%20of%20Fin.%20Markets%20and%20Institutions%20-%20Grunbichler%20Andreas%20Darlap%20Patrick.pdf).

Hentschel, David et al. *Derivatives Regulation*. Rochester, NY : University of Rochester, 1996.
<http://www.ssb.rochester.edu/fac/Hentschel/PDFs/DRICB.pdf>.

Hertig, Gérard. *Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation*. Zurich : Swiss Institute of Technology, 2002.
http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID376720_code030219560.pdf?abstractid=376720&mirid=1.

Japanese Ministries of International Trade and Industry et al. *Tokyo Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets*. Tokyo : Japanese Ministries of International Trade, 1997.
<http://www.cftc.gov/files/oia/oiatokyorpt.pdf>.

Jordan, Cally et al. *Financial regulatory harmonization and the globalization of finance*. Washington : World Bank, 2002. Vol. 1. http://www.econ.worldbank.org/files/20886_wps2919.pdf.

Kang Thorpe, Jane et al. *Implementing the CFMA*. Washington : Futures Industry Magazine, July / Aug 2003. <http://www.futuresindustry.org/fimagazi-1929.asp?a=854>.

Kroszner, Randall S. *Can the Financial Markets Privately Regulate Risk?*. Chicago : University of Chicago, Graduate School of Business, 1999.
<http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/99071811.pdf?abstractid=170350&mirid=1>
<http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/99071811.pdf?abstractid=170350&mirid=1>.

Lannoo, Karel. *Supervising the European Financial System*. Bruxelles : Centre for European Policy Studies, 2002. http://shop.ceps.be/downfree.php?item_id=122.

Markham, Jerry W. *Super-Regulator*. Brooklyn : Brooklyn Journal of International Law, 2002.
http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID329181_code020915630.pdf?abstractid=329181&mirid=1.

Moser, James T. *Contracting Innovations and the Evolution of Clearing and Settlement Methods at Futures Exchanges*. Chicago : Federal Reserve Bank of Chicago, 1998.
http://www.chicagofed.org/publications/workingpapers/papers/wp98_26.pdf.

Organisation internationale des commissions de valeurs. *Objectifs et principes de régulation financière*. Madrid : OICV, 1998. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-French.pdf>
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82-French.pdf>.

Organisation internationale des commissions de valeurs. *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid : OICV, 2003.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD155.pdf>.

IOSCO & Bank for International Settlements, Committee on payment and Settlement Systems. *Recommendations for Central Counterparties*. Madrid : OICV, 2004.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>.

OICV. *IOSCO Consultation Policy and Procedure*. Madrid : OICV, 2005.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD197.pdf>.

OICV. *Regulation Of Remote Cross-Border Financial Intermediaries*. Madrid : OICV, 2004.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD162.pdf>.

Pirrong, Craig. *Squeezes, Corpses, and the Anti-Manipulation Provisions of the Commodity Exchange Act*. Washington : Cato Institute, 1994. 4 Ed. Vol. 17.
<http://www.cato.org/pubs/regulation/regv17n4/reg17n4c.html>.

President's Working Group on Financial Markets. *Over the Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*. Washington : PWG, 1999. <http://www.treas.gov/press/releases/docs/otcact.pdf>.

Ontario Securities Commission,. *Report of the Task Force on Debt-Like Derivatives*. Toronto : OSC, 1991-01-05. http://www.osc.gov.on.ca/About/Publications/op_19990105_deptlikederivatives.jsp.

Scholte, Jan Aarte. *Governing Global Finance*. Coventry, UK : Centre for the Study of Globalisation, 2002. <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/csgr/research/workingpapers/2002/wp8802.pdf>.

Stoll, Hans. *Regulation of Financial Markets*. Helsinki : Multinational Finance Society Meeting, 199. <http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/pdf/wp9917.pdf>.

Trkla, Kathryn. *Summary of the Commodity Futures Modernization Act of 2000*. Chicago : Foley and Lardner LLP, 3000. Rev. Ed.

Réglementation: Décisions

CFTC. *U.S. Futures Exchange, LLC (Eurex US) Contract Market Designation Application*. Washington : CFTC, 2003. http://www.cftc.gov/dea/deausfesubmissions_and_comments_table.htm.

Commission des valeurs mobilières du Québec. *Reconnaissance de Bourse de Montréal 20 novembre 2000*. Montréal : CVMQ (2000-CA-0151).

Réglementation: Guidance

Commodity Futures Trading Commission. *Guidance on Compliance with Core Principles*. Washington : CFTC, 2000. <http://www.cftc.gov/dea/deapart38appb.htm>.

Financial Services Authority. *Handbook, The*. London : FSA, 2005.
<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/>.

Réglementation: Lois

France. *LOI n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière*. Paris : 2003.

France. *Code monétaire et financier*. Paris : 2000.

Hong Kong. *Securities and Futures Ordinance (Chapter 571)*. Hong Kong : 2003.
http://www.legislation.gov.hk/blis_ind.nsf/CurAllEngDoc?OpenView&Start=568&Count=30&Expand=568.

Ontario. *Commodity Futures Act, R.S.O. 1990, c. C.20*. Toronto : 1990.
<http://www.canlii.org/on/laws/sta/c-20/20041104/whole.html>.

United Kingdom. *Financial Services and Markets Act 2000*. London : HMSO, 2000.
<http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2000/20000008.htm>.

USA. *Commodity Exchange Act*. Washington : U.S. Government Printing Office, .
http://www.access.gpo.gov/uscode/title7/chapter1_.html.

USA. *Commodity Futures Modernization Act of 2000*. Washington : 2000.
<http://www.cftc.gov/files/ogc/ogchr5660.pdf>.

Réglementation: Règlements

Commodity Futures Trading Commission. *Application Procedures for Registration as a Derivatives Transaction Execution Facility or Designation as a Contract Market*. Washington : US Federal Register RIN 3038 AC14, 2004. \\Cvmq_SF1\SYS\CVMQ\78EncMarc\3_Dérivés\Documents\CFTC DCM Approval process.pdf.

USA. *United States Code of Federal Regulations Title 17*. Washington : U.S. Government Printing Office, 2004. http://www.access.gpo.gov/nara/cfr/waisidx_04/17cfrv1_04.html.

Annexe A – Abréviations

ACCOVAM	Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AMF	Autorité des marchés financiers
ASC	Alberta Securities Commission
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
BCSC	British Columbia Securities Commission
BMX	Bourse de Montréal
BSIF	Bureau du surintendant des institutions financières de Canada
CBOE	Chicago Board Options Exchange
CBOT	Chicago Board of Trade
CCCPD	Chambre de compensation canadienne des produits dérivés
CDCC	Canadian Derivatives Clearing Corporation
CEA	Commodity Exchange Act (USA)
CESR	Committee of European Securities Regulators
CFMA	Commodity Futures Modernization Act of 2000 (USA)
CFTC	Commodity Futures Trading Commission (USA)
CME	Chicago Mercantile Exchange
CPO	Commodity Pool Operator
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems
CSA	Canadian Securities Administrators
CTA	Commodity Trading Advisor
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
DCM	Designated Contract Market
DCO	Derivatives Clearing Organization
DTEF	Designated Trade Execution Facility
FCM	Futures Commission Merchant
FIA	Futures Industry Association
FSA	Financial Services Authority (UK)
IB	Introducing Broker
IDA	Investment Dealers Association of Canada
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
LAMF	Loi sur l'Autorité des marchés financiers
LTR	Large Trader Report
LVM	Loi sur les valeurs mobilières (Québec)

LVMO	Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario
NASD	National Association of Securities Dealers (USA)
NFA	National Futures Association (USA)
NGX	Natural Gas Exchange (Alberta)
NMS	National Market System (US)
NYBOT	New York Board of Trade
NYMEX	New York Mercantile Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OAR	Organisme d'autoréglementation
OCC	Options Clearing Corporation (USA)
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
OSA	Ontario Securities Act
OSC	Ontario Securities Commission
OTC	Over the counter (hors cote)
PWG	President's Working Group on Financial Markets (USA)
RBA	Reserve Bank of Australia
RS	Regulatory Services Inc.
RVM	Règlements sur les valeurs mobilières (Québec)
SEC	Securities and Exchange Commission (USA)
SFX	Sydney Futures Exchange
SRO	Self-regulatory organization
TSX	Toronto Stock Exchange
UMIR	Universal Market Integrity Rules

Annexe B – Les Orientations de « *Les instruments dérivés et leur encadrement*¹⁰⁶ »

1. Toute initiative réglementaire émanant de l'autorité québécoise doit être entreprise dans une perspective d'harmonisation la plus complète possible, toute chose étant égale par ailleurs, avec les principes de la réglementation émanant des États-Unis et des autres autorités internationales en instruments dérivés et en fonction des principes de réglementation émanant des autorités internationales compétentes.
2. Toute initiative réglementaire émanant de l'autorité réglementaire québécoise concernant les instruments dérivés doit clarifier, de façon complète et non équivoque, le champ d'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* en ce qui concerne les instruments dérivés qui doit se limiter aux instruments dérivés boursiers.

En ce qui concerne les OTC, l'autorité réglementaire québécoise doit avoir comme principal objectif de politique réglementaire la certitude juridique quant à la juridiction des autorités en valeurs mobilières.

Les opérations sur dérivés OTC impliquant des « participants éligibles » (autres que le public épargnant et qui devront rencontrer des critères objectifs enchâssés législativement) devraient, à l'instar de la situation prévalant aux États-Unis, être exclues du champ d'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et ce, qu'ils soient ou non compensés par une chambre de compensation. À cet effet, l'autorité réglementaire québécoise peut valablement s'inspirer des constats de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario qui a tenté récemment de proposer un encadrement réglementaire des instruments dérivés *de gré à gré* ou *hors bourse* (OTC).

3. L'autorité réglementaire québécoise doit avoir comme autre objectif de politique réglementaire l'intégrité financière des marchés pour ces instruments. Toute nouvelle initiative réglementaire doit être principalement axée vers la supervision des chambres de compensation spécialisées en instruments dérivés et ce, considérant la garantie de contrepartie qu'elle fournissent aux opérateurs sur ces marchés. L'intégrité des marchés passe par une saine gestion des risques systématiques qui résultent du rôle de contrepartie aux opérations sur instruments dérivés et ce, tant pour les opérations sur dérivés offerts en Bourse que pour les dérivés offerts hors bourse (OTC) lorsque les parties à l'opération font appel à la garantie des chambres de compensation d'instruments dérivés, une des tendances lourdes relatives aux marchés des instruments dérivés.
4. L'autorité réglementaire québécoise doit, de façon générale, aborder la question de sa juridiction sur les instruments dérivés et l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* à ces instruments en tenant compte de leur fonction première d'outil de

¹⁰⁶ Bernier, Jean-François. *Les instruments dérivés et leur encadrement*. Montréal : CVMQ, 2003.

gestion de risques plutôt que d'outil d'*investissement* dans un premier temps, et, dans un deuxième temps, en tenant compte des participants aux marchés pour ces instruments, de leurs besoins et du fait que certains intermédiaires de marché (*Dealers*) sont déjà réglementés par d'autres autorités réglementaires.

5. L'autorité réglementaire québécoise doit aborder la question de sa juridiction sur ces instruments dérivés de *gestion de risques* davantage en fonction du fait qu'ils sont destinés ou susceptibles d'être distribués auprès de la principale clientèle de l'autorité réglementaire, soit le public épargnant, qu'en fonction du seul fait qu'ils soient ou non transigés sur un marché boursier.
6. L'autorité réglementaire québécoise doit, malgré le fait que les instruments dérivés puissent être considérés et conçus comme des outils de *gestion de risques*, aborder la question de sa juridiction sur ces instruments en fonction du fait que ces instruments peuvent, dans certaines circonstances, être utilisés non pas à des fins de gestion de risques mais davantage à des fins de *spéculation* comme pour les *formes d'investissement* actuellement sous sa juridiction.
7. L'autorité réglementaire québécoise doit aborder la question de sa juridiction sur ces instruments de *gestion de risques* davantage en fonction du fait qu'une chambre de compensation sous sa surveillance principale agit à titre de contrepartie d'opérations sur ces instruments entraînant de ce fait des risques d'intégrité de marché ou risques systémiques.
8. L'autorité réglementaire québécoise doit aborder la question de sa juridiction sur ces instruments de *gestion de risques* davantage en fonction d'une réglementation des *marchés* uniforme mais également en fonction d'une réglementation des *intermédiaires de marchés (Dealers)* uniforme. Du point de vue d'une meilleure gestion des risques systémiques, la création d'un seul organisme de réglementation financière au Québec est intéressante. Toutefois, les autres participants sous la juridiction « prudentielle » fédérale sont soumis à un encadrement réglementaire qui peut varier de celui imposé aux participants sous la juridiction directe des commissions de valeurs. Du point de vue d'une meilleure gestion des risques systémiques, les règles de capitalisation de tous les intermédiaires de marché (*Dealers*) doivent tendre vers une plus grande harmonisation.
9. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit être modifiée pour prévoir, aux fins de son champ d'application, la définition suivante d'un « instrument dérivé boursier » :

Un instrument financier mis en circulation par une chambre de compensation et conçu pour assurer le transfert d'un risque, dont la valeur dépend principalement de la variation de la mesure d'un élément sous-jacent et qui offre la possibilité (i) d'effectuer une opération d'achat ou de vente, ou l'obligation d'acheter un élément sous-jacent, ou (ii) de recevoir une somme d'argent ou l'obligation de recevoir ou de verser une somme d'argent.

10. Le champ d'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* doit tenir compte des distinctions entre les dérivés *émis* par les émetteurs *assujettis* (options d'achat

- incitatives, droits et bons de souscription) qui sont davantage assimilables à des *valeurs mobilières* et pour lesquels les chambres de compensation n'offrent pas de garantie de contrepartie, des dérivés *mis en circulation* et *garantis* par les chambres de compensation (options d'achat et de vente et contrats à terme), ces derniers répondent avant tout à une demande pour des outils de *gestion de risques*.
11. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit être modifiée pour distinguer expressément la fonction *gestion de risques* de la fonction *investissement* d'un instrument financier dans le cadre législatif québécois et prévoir de façon claire et sans équivoque son application générale aux instruments dérivés offerts en Bourse et compensés par une chambre de compensation. Ces dernières étant soumises à la surveillance des autorités réglementaires, particulièrement lorsqu'il est envisagé d'en faire la distribution auprès du public épargnant.
 12. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit être modifiée pour se réintituler la *Loi sur les valeurs mobilières et instruments dérivés* et que son article 1 prévoit un champ d'application distinct : (i) à certaines *formes d'investissement* énoncées spécifiquement et (ii) à certains *instruments dérivés* également énoncés spécifiquement ou non, selon ce qui sera jugé adéquat du point de vue de la rédaction législative.
 13. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit exclure de son champ d'application les instruments dérivés hors bourse (OTC) lorsque ceux-ci ne sont pas conçus pour, ni destinés à une distribution auprès du public épargnant. L'autorité réglementaire québécoise ne devrait intervenir dans ces marchés qu'*indirectement* pour assurer l'encadrement approprié des chambres de compensation qui assument la garantie de contrepartie aux opérations sur ces marchés. L'intention législative doit refléter la mission de protection du public épargnant de l'autorité réglementaire québécoise et le fait que le traitement réglementaire des instruments dérivés utilisés par le marché des acquéreurs avertis à des fins de gestion de risques peut et doit être différent de celui applicable généralement aux formes d'investissement actuellement visées par la *Loi sur les valeurs mobilières* et à celui qui doit encadrer les instruments dérivés lorsqu'utilisés par le public épargnant. En conséquence, l'autorité réglementaire québécoise ne peut prétendre, ni ne devrait, à ce stade de développement de ce marché au Canada, avoir juridiction sur l'ensemble des participants et des places de marchés d'instruments dérivés.

Nous soumettons respectueusement que l'approche législative des autres autorités canadiennes en valeurs mobilières visant à rendre applicable à ces instruments le régime juridique général dans un premier temps pour instaurer du même coup un régime de dispenses des obligations imposées aux émetteurs de valeurs mobilières traditionnelles est fondée sur l'économie générale de la réglementation actuelle (*Application/Dispense*) mais qui peut fort bien ne pas pouvoir s'appliquer aussi efficacement à des instruments de *gestion de risques*. Nous soumettons qu'une telle approche réglementaire est moins efficace que celle qui favoriserait davantage une exclusion claire du champ d'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* à certaines opérations impliquant des « participants éligibles »

identifiés précisément (comme celui instauré dans le cadre législatif québécois à l'article 3 de la *Loi sur les valeurs mobilières*). Une telle approche serait, à notre avis, plus cohérente avec la différence soulignée ci-haut entre la fonction *gestion de risques* de la fonction *investissement* des instruments financiers et la mission de l'autorité réglementaire québécoise en plus d'être harmonisée avec le cadre réglementaire américain.

14. L'autorité réglementaire québécoise doit procéder à une étude portant sur l'opportunité de modifier la *Loi sur les valeurs mobilières* pour y mettre en place, en faveur de certains participants et intervenants identifiés, un régime de dispense générale d'application, un régime d'application particulier ou un régime de dispense statutaire de certaines obligations, dont les obligations d'établir un prospectus, d'inscription à titre de courtier et, le cas échéant, de toute autre obligation statutaire découlant de l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et les critères de qualification pour bénéficier de telles dispenses. Notamment, le cadre juridique actuel relatif à l'*appel public à l'épargne* et à l'*information continue* n'est pas bien adapté pour assurer un encadrement réglementaire approprié pour les instruments de *gestion et de transfert de risque* émis par les chambres de compensation et que ces derniers instruments doivent être dispensés, à tout le moins en partie, de leur réglementation. Ces instruments seraient plutôt soumis à un régime particulier de divulgation considérant qu'ils peuvent, et sont, utilisés de façon *accessoire* à des fins purement spéculatives. L'autorité réglementaire québécoise, considérant sa mission de protection du public épargnant, doit assurer une plus grande transparence des risques résultant d'une mauvaise utilisation de l'effet de levier. Avant de procéder à des recommandations spécifiques, l'autorité québécoise devrait s'inspirer des constats de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans sa récente analyse entreprise dans le cadre de son étude relative à l'encadrement réglementaire des instruments dérivés hors bourse (OTC).
15. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit être modifiée pour prévoir, à l'instar de la situation prévalant aux États-Unis, un allègement aux conditions d'inscription des conseillers dont l'activité professionnelle se limiterait à offrir des services de conseil en matière d'instruments dérivés. Pour ces personnes, une ou plusieurs catégorie d'inscription similaire à celles prévalant aux États-Unis pourrait être envisagée. La supervision et l'encadrement de ces conseillers, lorsque inscrits auprès de l'autorité réglementaire québécoise, seraient assumée par la *Bourse de Montréal Inc.*, agissant à titre d'organisme d'autoréglementation pour ces conseillers spécialisés en instruments dérivés ou directement par l'autorité réglementaire québécoise ou par un autre organisme d'autoréglementation, reconnu ou acceptable à celle-ci.
16. L'autorité réglementaire québécoise doit exiger que tous les représentants inscrits auprès d'elle possèdent obligatoirement un niveau de formation jugé suffisant et acceptable pour qualifier ces personnes à prodiguer des conseils judicieux et éclairés sur l'opportunité de transiger des instruments dérivés, y compris les produits hybrides tels les dépôts à terme liés à des indices de marchés et les fonds

distincts. En particulier, la *Loi sur les valeurs mobilières* doit exiger que les règles des organismes d'autoréglementation dont le courtier est membre soient modifiées pour revoir à la hausse les conditions minimales d'inscription des représentants d'un courtier de plein exercice ou d'un courtier exécutant qui résident au Québec ou qui compte parmi leur clientèle des individus résidents du Québec pour exiger, en sus du *Cours sur le commerce des valeurs mobilières au Canada*, la réussite au *Cours d'initiation aux produits dérivés* et au *Cours sur la négociation des options* de l'*Institut canadien des valeurs mobilières* ou toute formation jugée équivalente. Le but d'une telle exigence minimale est de permettre à tous les clients individuels faisant affaire avec un représentant d'un courtier inscrit au Québec ou desservant une clientèle individuelle au Québec, de pouvoir bénéficier de l'utilité des outils de gestion de risques que constituent les instruments dérivés et de l'accès à des conseils sur des stratégies de gestion de risques et ainsi protéger leur portefeuille contre la volatilité des marchés sous-jacents.

17. L'autorité réglementaire québécoise doit procéder à une étude portant sur l'opportunité de modifier la *Loi sur les valeurs mobilières* pour y mettre en place, à l'instar de la situation prévalant aux États-Unis, un régime particulier de divulgation de l'utilisation d'instruments dérivés par les émetteurs assujettis au Québec et de l'utilisation de tels instruments sur l'intégrité financière de l'émetteur et des sociétés de son groupe. Une telle divulgation spécifique pourrait être requise tant au niveau du prospectus qu'au niveau des documents d'information continue (*AIF/MD&A*) sous une rubrique spécifique. Cette rubrique décrira en langage simple et accessible tous les risques importants affectant ou pouvant affecter les affaires des émetteurs assujettis et des entités de son groupe et découlant de leur utilisation d'instruments dérivés dans le cours des affaires de ces personnes. Cette rubrique doit être mise à jour par l'information occasionnelle et périodique aussi souvent que nécessaire pour tenir le marché informé. Le pire scénario devra être décrit tant au prospectus que dans le rapport annuel (*AIF/MD&A*) de l'émetteur assujetti et le conseil d'administration doit justifier les mesures en place pour prévenir un tel scénario. Si les mesures nécessaires ne sont pas en place ou ne le sont que partiellement, le conseil d'administration doit expliquer une telle situation.
18. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit être modifiée ou, à tout le moins, l'autorité réglementaire québécoise doit indiquer au marché comment elle entend traiter la situation de la personne qui a vendu, à l'origine, un ou plusieurs contrats à terme sur actions et qui, subséquemment, décide d'exercer son droit de vendre les actions sous-jacentes à l'acheteur original du ou des contrats qui est tenu de les acquérir. Si, du fait d'un tel *exercice par la contrepartie*, la participation de l'acheteur original excède 20 %, en plus de conférer le statut d'initié à ce dernier (par l'atteinte du seuil de 10 %), le mécanisme des offres publiques peut être déclenché. De plus, l'atteinte d'un tel niveau de participation dans le capital de l'émetteur en question ne découle pas de sa volonté à proprement parler.

19. La *Loi sur les valeurs mobilières* doit être modifiée pour imposer le même fardeau réglementaire à tous les instruments dérivés qui ont les mêmes attributs ou, à tout le moins, l'autorité réglementaire québécoise doit pouvoir justifier au marché tout traitement réglementaire différent, notamment au niveau des obligations d'inscription des représentants inscrits qui en font le commerce. À titre d'exemple, l'autorité réglementaire doit harmoniser sa propre réglementation relative aux conditions minimales d'inscription des personnes physiques autorisées à faire le commerce d'une option d'achat d'actions (*Call*) et d'un bon de souscription (*Warrant*) qui sont des instruments similaires alors que leur commerce est encadré de façon différente.
20. Pour assurer un bon fonctionnement du marché et celle d'assurer un encadrement de l'activité de Bourse et de compensation au Québec, sa supervision principale de la *Bourse de Montréal Inc.* et de la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés* et les besoins des participants aux marchés des instruments dérivés, l'autorité réglementaire doit s'assurer que les membres de son unité d'inspection seraient spécifiquement formés pour assurer la supervision des systèmes de surveillance des marchés *Bourse de Montréal Inc.* ainsi que les systèmes de gestion de risques et de détermination des niveaux de capital minimal ainsi que des méthodes de calcul de marge utilisées par la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés* particulièrement lorsque celle-ci, dans le cadre de l'exercice de son activité commerciale, assume la garantie de contrepartie à une opération sur des instruments dérivés hors bourse (OTC) ou procède à des activités de *Cross-margining*.
21. Toute activité réglementaire émanant de l'autorité réglementaire québécoise concernant les instruments dérivés boursiers doit pouvoir lui assurer que les marchés canadiens spécialisés dans les instruments dérivés boursiers, particulièrement le marché des options, affichent des cours (*Price Discovery*) justes et équitables pour le public épargnant, sans manipulation de ceux-ci, et ainsi favoriser la négociation de l'investisseur individuel canadien sur ces marchés (i) en se dotant des systèmes de surveillance nécessaires et d'un encadrement approprié de ceux-ci et (ii) en étant soumis à une juste concurrence provenant entre autre de systèmes ou plates-formes de négociation parallèle, électroniques ou autres, lesquels doivent être soumis à un encadrement réglementaire justifié dans les circonstances et qui tient compte de l'importance de favoriser leur établissement en territoire canadien.
22. Pour assurer un bon encadrement de l'activité de Bourse et de compensation au Québec, sa supervision principale de la *Bourse de Montréal Inc.* et de la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés* et les besoins des participants aux marchés des instruments dérivés hors bourse (OTC), l'encadrement réglementaire de nouveaux systèmes ou plates-formes de négociations parallèles spécialisés en instruments dérivés doit être assumé, dans une première étape, directement par l'autorité réglementaire du Québec qui sera *principalement* chargée d'autoriser non seulement la mise en circulation des instruments dérivés et leurs caractéristiques, mais aussi d'assurer la supervision

des activités de tels systèmes ou plates-formes potentiellement selon différents niveaux réglementaires. Ces *niveaux* détermineront les critères d'autorisation d'agir ou de reconnaissance à titre d'organisme d'autoréglementation des membres et de supervision de leurs opérations de marché. Aussi, à l'instar de la situation prévalant aux États-Unis, ces *niveaux* bénéficieraient d'un traitement réglementaire différent selon certains critères spécifiques tels les caractéristiques des instruments dérivés qui s'y transigent, le type de sous-jacent pour chacun, la possibilité ou non de prendre livraison physique du sous-jacent, le risque de manipulation des cours d'un instrument dérivé particulier, le type de personnes autorisées (public épargnant, acquéreurs avertis) à y effectuer des opérations et le recours ou non aux services de garantie de contrepartie d'une chambre de compensation *unique* ou *centrale*, notamment les services de garantie de la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés*. Ces critères devant être déterminés en fonction des réalités propres au marché canadien et sa fragmentation ainsi que des objectifs de politique réglementaire des autorités canadiennes, notamment au niveau de la transparence relative aux intentions préalables d'effectuer des opérations (*Pre-trade*) et relatives aux opérations complétées (*Post-trade*).

23. Pour assurer un bon encadrement de l'activité de Bourse et de compensation au Québec, sa supervision principale de la *Bourse de Montréal Inc.* et de la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés* et les besoins des participants aux marchés des instruments dérivés, l'autorité québécoise doit motiver sa décision de conférer à une chambre de compensation un statut d'organisme d'autoréglementation autorisé ou reconnu en fonction de la possibilité ou non pour une chambre de compensation (i) de procéder au règlement d'opérations sur instruments dérivés effectués par le public épargnant et (ii) d'agir à titre de contrepartie pour les opérations sur instruments dérivés hors bourse (OTC).
24. Pour assurer un bon encadrement de l'activité de Bourse et de compensation au Québec, sa supervision principale de la *Bourse de Montréal Inc.* et de la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés* et les besoins des participants aux marchés des instruments dérivés, l'autorité réglementaire québécoise doit mandater un membre de son personnel ou procéder au recrutement d'une personne qualifiée dont le mandat sera d'agir comme agent de liaison et, notamment, de revoir les processus d'analyse de demandes d'autorisation, d'approbation de règles internes ainsi que les systèmes de surveillance et de gestion des risques actuellement en place tant à l'interne qu'auprès de la *Bourse de Montréal Inc.* et de la *Corporation canadienne de compensation de produits dérivés* et ce, dans le but d'aider ces organismes à mieux remplir leur rôle d'organisme d'autoréglementation et assurer leur capacité d'intervention auprès de leurs marchés respectifs d'une part et, d'autre part, un accès rapide et efficace au marché en procédant à l'implantation d'un régime d'examen prioritaire et accéléré (*Expedited review*) des demandes formulées par ces organismes à l'autorité réglementaire québécoise. L'autorité réglementaire

québécoise doit, pour le moment, continuer son approbation préalable des nouveaux instruments de la *Bourse de Montréal Inc.*

25. Considérant l'intégration du marché québécois des instruments dérivés à celui des autres provinces canadiennes, l'existence actuelle de deux places de marchés boursiers se spécialisant dans les instruments dérivés au Canada, soit la *Bourse de Montréal Inc.* et la *Winnipeg Commodity Exchange*, chacune sous une juridiction provinciale différente, et les besoins des participants à ces marchés canadiens, sous réserve de toute initiative visant un allègement réglementaire, particulièrement celle concernant la création de nouvelles catégories d'inscription spécifiques aux instruments dérivés, toute initiative réglementaire émanant de l'autorité québécoise doit être entreprise dans la perspective d'assurer à sa réglementation une harmonisation la plus complète possible avec la réglementation émanant des autres autorités canadiennes en valeurs mobilières.

Annexe C – Instruction générale de la CFTC pour les exigences de reconnaissance des marchés

Designated Contract Markets

Appendix A to Part 38

Guidance for Applicants Regarding Acceptable Practices in Meeting Designation Criteria

This appendix provides guidance for applicants for designation as a contract market under sections 5(b) and 6 of the CEAct and Commission Rule 38.3, on meeting the criteria for designation both initially and on an ongoing basis. The guidance following each designation criterion is illustrative only of the types of matters an applicant may address, as applicable, and is not intended to be a mandatory checklist. Addressing the issues and questions set forth in this appendix would help the Commission in its consideration of whether the application has met the criteria for designation. To the extent that compliance with, or satisfaction of, a criterion for designation is not self-explanatory from the face of the contract market's rules, which may be trading protocols or terms and conditions, the application should include an explanation or other form of documentation demonstrating that the applicant meets the designation criteria of section 5(b) of the Act.

Appendix B to Part 38 provides guidance on, and acceptable practices in, compliance with the core principles for designated contract markets.

Designation Criterion 1 of Section 5(b) of the Act:

IN GENERAL--*To be designated as a contract market, the board of trade shall demonstrate to the Commission that the board of trade meets the criteria specified in this appendix.*

A board of trade preparing to submit to the Commission an application for designation as a contract market is encouraged to contact Commission staff for guidance and assistance in preparing an application. Applicants may submit a draft application for review and feedback prior to the submission of an actual application without triggering the application review procedures of § 38.3.

Designation Criterion 2 of Section 5(b) of the Act:

PREVENTION OF MARKET MANIPULATION--*The board of trade shall have the capacity to prevent market manipulation through market surveillance, compliance, and enforcement practices and procedures, including methods for conducting real-time monitoring of trading and comprehensive and accurate trade reconstructions.*

Commission Guidance:

A designation application should demonstrate a capacity to prevent market manipulation, including that the contract market has trading and participation rules deterring abuses and a dedicated regulatory department, or an effective delegation of that function.

Designation Criterion 3 of Section 5(b) of the Act:

FAIR AND EQUITABLE TRADING--*The board of trade shall establish and enforce trading rules to ensure fair and equitable trading through the facilities of the contract market, and the capacity to detect, investigate, and discipline any person that violates the rules. The rules may authorize—*

(A) *transfer trades or office trades;*

(B) *an exchange of—*

(i) *futures in connection with a cash commodity transaction;*

(ii) *futures for cash commodities; or*

(iii) *futures for swaps; or*

(C) *a futures commission merchant, acting as principal or agent, to enter into or confirm the execution of a contract for the purchase or sale of a commodity for future delivery if the contract is reported, recorded, or cleared in accordance with the rules of the contract market or a derivatives clearing organization.*

Commission Guidance:

- (a) Establishing and enforcing trading rules to ensure fair and equitable trading on a contract market, among other things, includes providing to market participants, on a fair, equitable and timely basis, information regarding, prices, bids and offers, as applicable to the market.
 - (b) Such trading rules should be designed with adequate specificity.
 - (c) A contract market that authorizes transfer trades or office trades; an exchange of futures for physicals or futures for swaps; or any other non-competitive transactions, including block trades, should have rules particularly authorizing such transactions and establishing appropriate recordkeeping requirements.
-

Designation Criterion 4 of Section 5(b) of the Act:

TRADE EXECUTION FACILITY--*The board of trade shall—*

- (A) *establish and enforce rules defining, or specifications detailing, the manner of operation of the trade execution facility maintained by the board of trade, including rules or specifications describing the operation of any electronic matching platform; and*
- (B) *demonstrate that the trade execution facility operates in accordance with the rules or specifications.*

Commission Guidance:

- (a) An application of a board of trade to be designated as a contract market should include the system's trade-matching algorithm and order entry procedures. An application involving a trade-matching algorithm that is based on order priority factors other than price and time should include a brief explanation of the algorithm.
- (b) A designated contract market's specifications on initial and periodic objective testing and review of proper system functioning, adequate capacity and security for any automated systems should be included in its application. A board of trade should submit in the contract market application, information on the objective testing and review carried out on its automated system. The Commission believes that the guidelines issued by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in 1990 (which have been referred to as the "Principles for Screen-Based Trading Systems"), and adopted by the Commission on November 21, 1990 (55 FR 48670), as supplemented in October, 2000, are appropriate guidelines for an electronic trading facility to apply to electronic trading systems. Any program of objective testing and review of the system should be performed by a qualified independent professional (but not necessarily a third-party contractor).

Designation Criterion 5 of Section 5(b) of the Act:

FINANCIAL INTEGRITY OF TRANSACTIONS-- *The board of trade shall establish and enforce rules and procedures for ensuring the financial integrity of transactions entered into by or through the facilities of the contract market, including the clearance and settlement of the transactions with a derivatives clearing organization.*

Commission Guidance:

- (a) A designated contract market should provide for the financial integrity of transactions by setting appropriate minimum financial standards for members and non-intermediated market participants, margining systems, appropriate margin forms and appropriate default rules and procedures. Absent Commission action pursuant to its exemptive authority under section 4(c) of the Act, transactions executed on the contract market (other than stock futures products), if cleared, must be cleared through a derivatives clearing organization registered as such with the Commission. The Commission believes ensuring and enforcing the financial integrity of transactions and intermediaries, and the protection of customer funds should include monitoring compliance with the contract market's minimum financial standards. In order to monitor for minimum financial requirements, a contract market should routinely receive and promptly review financial and related information.
- (b) A designated contract market should have rules concerning the protection of customer funds that address appropriate minimum financial standards for intermediaries, the segregation of customer and proprietary funds, the custody of customer funds, the investment standards for customer funds, related recordkeeping procedures and related intermediary default procedures.

Designation Criterion 6 of Section 5(b) of the Act:

DISCIPLINARY PROCEDURES-- *The board of trade shall establish and enforce disciplinary procedures that authorize the board of trade to discipline, suspend, or expel members or market participants that violate the rules of the board of trade, or similar methods for performing the same functions, including delegation of the functions to third parties.*

Commission Guidance:

The disciplinary procedures established by a designated contract market should give the contract market both the authority and ability to discipline and limit or suspend a member's activities as well as the authority and ability to terminate a member's activities pursuant to clear and fair standards. The authority to discipline or limit or suspend the activities of a member or of a market participant could be established in a contract market's rules, user agreements or other means. An organized exchange or a trading facility could satisfy this criterion for a member with trading privileges but having no, or only nominal, equity, in the facility and for a non-member market participant by expelling or denying future access to such persons upon a finding that such a person has violated the board of trade's rules.

Designation Criterion 7 of Section 5(b) of the Act:

PUBLIC ACCESS--*The board of trade shall provide the public with access to the rules, regulations, and contract specifications of the board of trade.*

Commission Guidance:

A board of trade operating as a contract market may provide information to the public by placing the information on its web site.

Designation Criterion 8 of Section 5(b) of the Act:

ABILITY TO OBTAIN INFORMATION--*The board of trade shall establish and enforce rules that will allow the board of trade to obtain any necessary information to perform any of the functions described in this appendix, including the capacity to carry out such international information-sharing agreements as the Commission may require.*

Commission Guidance:

A designated contract market should have the authority to collect information and documents on both a routine and non-routine basis including the examination of books and records kept by the contract market's members and by non-intermediated market participants. Appropriate information-sharing agreements could be established with other boards of trade or the Commission could act in conjunction with the contract market to carry out such information sharing.

Annexe D – Grands principes de la CFTC pour les marchés

Designated Contract Markets

Appendix B to Part 38

Guidance on Compliance with Core Principles

This appendix provides guidance concerning the core principles with which a board of trade must comply to maintain designation under section 5(d) of the Act and §§ 38.3 and 38.5. The guidance is provided in paragraph (a) following each core principle and it can be used to demonstrate to the Commission core principle compliance, under §§ 38.3(a) and 38.5. The guidance for each core principle is illustrative only of the types of matters a board of trade may address, as applicable, and is not intended to be a mandatory checklist. Addressing the issues and questions set forth in this appendix would help the Commission in its consideration of whether the board of trade is in compliance with the core principles. To the extent that compliance with, or satisfaction of, a core principle is not self-explanatory from the face of the board of trade's rules, which may be terms and conditions or trading protocols, an application pursuant to § 38.3, or a submission pursuant to § 38.5 should include an explanation or other form of documentation demonstrating that the board of trade complies with the core principles.

Acceptable practices meeting the requirements of the core principles are set forth in paragraph (b) following each core principle. Boards of trade that follow the specific practices outlined under paragraph (b) for any core principle in this appendix will meet the applicable core principle. Subsection (b) is for illustrative purposes only, and does not state the exclusive means for satisfying a core principle.

Appendix A to Part 38 provides guidance on, and acceptable practices in, compliance with the designation criteria for designated contract markets.

Core Principle 1 of Section 5(d) of the Act:

IN GENERAL--*To maintain the designation of a board of trade as a contract market, the board of trade shall comply with the core principles specified in this subsection. The board of trade shall have reasonable discretion in establishing the manner in which it complies with the core principles.*

Commission Guidance:

A board of trade applying for designation as a contract market must satisfactorily demonstrate its capacity to operate in compliance with the core principles under section 5(d) of the Act and § 38.3. The Commission may require that a board of trade operating as a contract market demonstrate to the Commission that it is in compliance with one or more core principles.

Core Principle 2 of Section 5(d) of the Act:

COMPLIANCE WITH RULES--*The board of trade shall monitor and enforce compliance with the rules of the contract market, including the terms and conditions of any contracts to be traded and any limitations on access to the contract market.*

Commission Guidance:

(a) **Application Guidance.**

- (1) A designated contract market should have arrangements and resources for effective trade practice surveillance programs, with the authority to collect information and documents on both a routine and non-routine basis including the examination of books and records kept by the contract market's members and by non-intermediated market participants. The arrangements and resources should facilitate the direct supervision of the market and the analysis of data collected. Trade practice surveillance programs could be carried out by the contract market itself or through delegation to a third party. If the contract market delegates the responsibility of carrying out a trade practice surveillance program to a third party, such third party should have the capacity and authority to carry out such program, and the contract market should retain appropriate supervisory authority over the third party.
- (2) A designated contract market should have arrangements, resources and authority for effective rule enforcement. The Commission believes that this should include the authority and ability to discipline and limit, or suspend the activities of a member or market participant as well as the authority and ability to terminate the activities of a member or market participant pursuant to clear and fair standards. An organized exchange or a trading facility could satisfy this criterion for members with trading privileges but having no, or only nominal, equity, in the facility and non-member market participants, by expelling or denying such persons future access upon a determination that such a person has violated the board of trade's rules.

(b) **Acceptable Practices.** An acceptable trade practice surveillance program generally would include:

- (1) Maintenance of data reflecting the details of each transaction executed on the contract market;
- (2) Electronic analysis of this data routinely to detect potential trading violations;
- (3) Appropriate and thorough investigative analysis of these and other potential trading violations brought to the contract market's attention; and
- (4) Prompt and effective disciplinary action for any violation that is found to have been committed. The Commission believes that the latter element should include the authority and ability to discipline and limit or suspend the activities of a member or market participant pursuant to clear and fair standards that are available to market participants. **See, e.g.,** 17 CFR Part 8.

Core Principle 3 of Section 5(d) of the Act:

CONTRACTS NOT READILY SUBJECT TO MANIPULATION-- *The board of trade shall list on the contract market only contracts that are not readily susceptible to manipulation.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** Contract markets may list new products for trading by self-certification under § 40.2 of this chapter or may submit products for Commission approval under § 40.3 and part 40, Appendix A, of this chapter.
 - (b) **Acceptable Practices.** Guideline No. 1, 17 CFR Part 40, Appendix A may be used as guidance in meeting this core principle for both new product listings and existing listed contracts.
-

Core Principle 4 of Section 5(d) of the Act:

MONITORING OF TRADING-- *The board of trade shall monitor trading to prevent manipulation, price distortion, and disruptions of the delivery or cash-settlement process.*

- (a) **Application Guidance.** A contract market could prevent market manipulation through a dedicated regulatory department, or by delegation of that function to an appropriate third party.
 - (b) **Acceptable Practices.**
 - (1) An acceptable program for monitoring markets will generally involve the collection of various market data, including information on traders' market activity. Those data should be evaluated on an ongoing basis in order to make an appropriate regulatory response to potential market disruptions or abusive practices.
 - (2) The designated contract market should collect data in order to assess whether the market price is responding to the forces of supply and demand. Appropriate data usually include various fundamental data about the underlying commodity, its supply, its demand, and its movement through marketing channels. Especially important are data related to the size and ownership of deliverable supplies -- the existing supply and the future or potential supply, and to the pricing of the deliverable commodity relative to the futures price and relative to similar, but nondeliverable, kinds of the commodity. For cash-settled markets, it is more appropriate to pay attention to the availability and pricing of the commodity making up the index to which the market will be settled, as well as monitoring the continued suitability of the methodology for deriving the index.
 - (3) To assess traders' activity and potential power in a market, at a minimum, every contract market should have routine access to the positions and trading of its market participants and, if applicable, should provide for such access through its agreements with its third-party provider of clearing services. Although clearing member data may be sufficient for some contract markets, an effective surveillance program for contract markets with substantial numbers of customers trading through intermediaries should employ a much more comprehensive large-trader reporting system (LTRS).
-

Core Principle 5 of Section 5(d) of the Act:

POSITION LIMITATIONS OR ACCOUNTABILITY--*To reduce the potential threat of market manipulation or congestion, especially during trading in the delivery month, the board of trade shall adopt position limitations or position accountability for speculators, where necessary and appropriate.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** [Reserved]
- (b) **Acceptable Practices.**
 - (1) In order to diminish potential problems arising from excessively large speculative positions, and to facilitate orderly liquidation of expiring futures contracts, markets may need to set limits on traders' positions for certain commodities. These position limits specifically may exempt bona fide hedging, permit other exemptions, or set limits differently by markets, by delivery months, or by time periods. For purposes of evaluating a contract market's speculative-limit program, the Commission considers the specified limit levels, aggregation policies, types of exemptions allowed, methods for monitoring compliance with the specified levels, and procedures for enforcement to deal with violations.
 - (2) Provisions concerning speculative position limits are set forth in part 150. In general, position limits are not necessary for markets where the threat of excessive speculation or manipulation is nonexistent or very low. Thus, contract markets do not need to adopt speculative position limits for futures markets on major foreign currencies, contracts based on certain financial instruments having very liquid and deep underlying cash markets, and contracts specifying cash settlement where the potential for distortion of such price is negligible. Where speculative position limits are necessary, acceptable speculative-limit levels typically should be set in terms of a trader's combined position in the futures contract plus its position in the related option contract (on a delta-adjusted basis).
 - (3) A contract market may provide for position accountability provisions in lieu of position limits for contracts on financial instruments, intangible commodities, or certain tangible commodities. Markets appropriate for position accountability rules include those with large open-interest, high daily trading volumes and liquid cash markets.
 - (4) Spot-month limits should be adopted for markets based on commodities having more limited deliverable supplies or where otherwise necessary to minimize the susceptibility of the market to manipulation or price distortions. The level of the spot limit for physical-delivery markets should be based upon an analysis of deliverable supplies and the history of spot-month liquidations. Spot-month limits for physical-delivery markets are appropriately set at no more than 25 percent of the estimated deliverable supply. For cash-settled markets, spot-month position limits may be necessary if the underlying cash market is small or illiquid such that traders can disrupt the cash market or otherwise influence the cash-settlement price to profit on a futures position. In these cases, the limit should be set at a level that minimizes the potential for manipulation or distortion of the futures contract's or the underlying commodity's price. Markets may elect not to provide all-months-combined and non-spot month limits.

- (5) Contract markets should have aggregation rules that apply to those accounts under common control, those with common ownership, *i.e.*, where there is a ten percent or greater financial interest, and those traded according to an express or implied agreement. Contract markets will be permitted to set more stringent aggregation policies. For example, one major board of trade has adopted a policy of automatically aggregating the position of members of the same household, unless they were granted a specific waiver. Contract markets may grant exemptions to their position limits for bona fide hedging (as defined in § 1.3(z) of this chapter) and may grant exemptions for reduced risk positions, such as spreads, straddles and arbitrage positions.
- (6) Contract markets with many products with large numbers of traders should have an automated means of detecting traders' violations of speculative limits or exemptions. Contract markets should monitor the continuing appropriateness of approved exemptions by periodically reviewing each trader's basis for exemption or requiring a reapplication.
- (7) Contract markets should establish a program for effective enforcement of these limits. Contract markets should use their LTRS to monitor and enforce daily compliance with position limit rules. The Commission notes that a contract market may allow traders to periodically apply to the contract market for an exemption and, if appropriate, be granted a position level higher than the applicable speculative limit. The contract market should establish a program to monitor approved exemptions from the limits. The position levels granted under such hedge exemptions generally are based upon the trader's commercial activity in related markets. Contract markets may allow a brief grace period where a qualifying trader may exceed speculative limits or an existing exemption level pending the submission and approval of appropriate justification. A contract market should consider whether it wants to restrict exemptions during the last several days of trading in a delivery month. Acceptable procedures for obtaining and granting exemptions include a requirement that the contract market approve a specific maximum higher level.
- (8) Finally, an acceptable speculative limit program should have specific policies for taking regulatory action once a violation of a position limit or exemption is detected. The contract market policy should consider appropriate actions, regardless of whether the violation is by a non-member or member, and should address traders carrying accounts through more than one intermediary.
- (9) A violation of contract market position limits that have been approved by the Commission is also a violation of section 4a(e) of the Act. The Commission will consider for approval all contract market position limit rules.

Core Principle 6 of Section 5(d) of the Act:

EMERGENCY AUTHORITY--*The board of trade shall adopt rules to provide for the exercise of emergency authority, in consultation or cooperation with the Commission, where necessary and appropriate, including the authority to--*

- (A) *liquidate or transfer open positions in any contract;*
- (B) *suspend or curtail trading in any contract; and*
- (C) *require market participants in any contract to meet special margin requirements.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** A designated contract market should have clear procedures and guidelines for contract market decision-making regarding emergency intervention in the market, including procedures and guidelines to avoid conflicts of interest while carrying out such decision-making. A contract market should also have the authority to intervene as necessary to maintain markets with fair and orderly trading as well as procedures for carrying out the intervention. Procedures and guidelines should also include notifying the Commission of the exercise of a contract market's regulatory emergency authority, minimizing conflicts of interest, and documenting the contract market's decision-making process and the reasons for using its emergency action authority. Information on steps taken under such procedures should be included in a submission of a certified rule under § 40.6 of this chapter and any related submissions for rule approval pursuant to § 40.5 of this chapter, when carried out pursuant to a contract market's emergency authority.
- (b) **Acceptable Practices.** As is necessary to address perceived market threats, the contract market, among other things, should be able to impose position limits in particular in the delivery month, impose or modify price limits, modify circuit breakers, call for additional margin either from customers or clearing members, order the liquidation or transfer of open positions, order the fixing of a settlement price, order a reduction in positions, extend or shorten the expiration date or the trading hours, suspend or curtail trading on the market, order the transfer of customer contracts and the margin for such contracts from one member including non-intermediated market participants of the contract market to another, or alter the delivery terms or conditions, or, if applicable, should provide for such actions through its agreements with its third-party provider of clearing services.

Core Principle 7 of Section 5(d) of the Act:

AVAILABILITY OF GENERAL INFORMATION--*The board of trade shall make available to market authorities, market participants, and the public information concerning—*

- (A) *the terms and conditions of the contracts of the contract market; and*
- (B) *the mechanisms for executing transactions on or through the facilities of the contract market.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** A designated contract market should have arrangements and resources for the disclosure of contract terms and conditions and trading mechanisms to the Commission, market participants and the public. Procedures should also include providing information on listing new products, rule amendments or other changes to previously disclosed information to the Commission, market participants and the public. Provision of all such information to market participants and the public could be by timely placement of the information on a contract market's web site.
 - (b) **Acceptable Practices.** [Reserved]
-

Core Principle 8 of Section 5(d) of the Act:

DAILY PUBLICATION OF TRADING INFORMATION--*The board of trade shall make public daily information on settlement prices, volume, open interest, and opening and closing ranges for actively traded contracts on the contract market.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** A contract market should provide to the public information regarding settlement prices, price range, volume, open interest and other related market information for all actively traded contracts, as determined by the Commission, on a fair, equitable and timely basis. The Commission believes that section 5(d)(8) requires contract markets to publicize trading information for any non-dormant contract. Provision of information for any applicable contract could be through such means as provision of the information to a financial information service and by timely placement of the information on a contract market's web site.
 - (b) **Acceptable Practices.** [Reserved]
-

Core Principle 9 of Section 5(d) of the Act:

EXECUTION OF TRANSACTIONS--*The board of trade shall provide a competitive, open, and efficient market and mechanism for executing transactions.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.**
 - (1) A competitive, open and efficient market and mechanism for executing transactions includes a board of trade's methodology for entering orders and executing transactions.
 - (2) Appropriate objective testing and review of any automated systems should occur initially and periodically to ensure proper system functioning, adequate capacity and security. A designated contract market's analysis of its automated system should address appropriate principles for the oversight of automated systems, ensuring proper system function, adequate capacity and security. The Commission believes that the guidelines issued by the International Organization

of Securities Commissions (IOSCO) in 1990 (which have been referred to as the "Principles for Screen-Based Trading Systems"), and adopted by the Commission on November 21, 1990 (55 FR 48670), as supplemented in October 2000, are appropriate guidelines for a designated contract market to apply to electronic trading systems. Any program of objective testing and review of the system should be performed by a qualified independent professional. The Commission believes that information gathered by analysis, oversight or any program of objective testing and review of any automated systems regarding system functioning, capacity and security should be made available to the Commission.

- (3) A designated contract market that determines to allow block trading should ensure that the block trading does not operate in a manner that compromises the integrity of prices or price discovery on the relevant market.
- (b) **Acceptable Practices.** A professional that is a certified member of the Information Systems Audit and Control Association experienced in the industry would be an example of an acceptable party to carry out testing and review of an electronic trading system.

Core Principle 10 of Section 5(d) of the Act:

TRADE INFORMATION-- *The board of trade shall maintain rules and procedures to provide for the recording and safe storage of all identifying trade information in a manner that enables the contract market to use the information for purposes of assisting in the prevention of customer and market abuses and providing evidence of any violations of the rules of the contract market.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** A designated contract market should have arrangements and resources for recording of full data entry and trade details and the safe storage of audit trail data. A designated contract market should have systems sufficient to enable the contract market to use the information for purposes of assisting in the prevention of customer and market abuses through reconstruction of trading.
- (b) **Acceptable Practices.**
 - (1) The goal of an audit trail is to detect and deter customer and market abuse. An effective contract market audit trail should capture and retain sufficient trade-related information to permit contract market staff to detect trading abuses and to reconstruct all transactions within a reasonable period of time. An audit trail should include specialized electronic surveillance programs that would identify potentially abusive trades and trade patterns, including, for instance, withholding or disclosing customer orders, trading ahead, and preferential allocation. An acceptable audit trail must be able to track a customer order from time of receipt through fill allocation or other disposition. The contract market must create and maintain an electronic transaction history database that contains information with respect to transactions executed on the designated contract market.
 - (2) An acceptable audit trail should include the following: original source documents, transaction history, electronic analysis capability, and safe storage capability. A contract market whose audit trail satisfies the following acceptable practices would satisfy Core Principle 10.

- (i) Original Source Documents. Original source documents include unalterable, sequentially identified records on which trade execution information is originally recorded, whether recorded manually or electronically. For each customer order (whether filled, unfilled or cancelled, each of which should be retained or electronically captured), such records reflect the terms of the order, an account identifier that relates back to the account(s) owner(s), and the time of order entry. (For floor-based contract markets, the time of report of execution of the order should also be captured.)
 - (ii) Transaction History. A transaction history which consists of an electronic history of each transaction, including
 - (a) all data that are input into the trade entry or matching system for the transaction to match and clear;
 - (b) the categories of participants for which such trades are executed, including whether the person executing a trade was executing it for his/her own account or an account for which he/she has discretion, his/her clearing member's house account, the account of another member, including market participants present on the floor, or the account of any other customer;
 - (c) timing and sequencing data adequate to reconstruct trading; and
 - (d) the identification of each account to which fills are allocated.
 - (iii) Electronic Analysis Capability. An electronic analysis capability that permits sorting and presenting data included in the transaction history so as to reconstruct trading and to identify possible trading violations with respect to both customer and market abuse.
 - (iv) Safe Storage Capability. Safe storage capability provides for a method of storing the data included in the transaction history in a manner that protects the data from unauthorized alteration, as well as from accidental erasure or other loss. Data should be retained in accordance with the recordkeeping standards of Core Principle 17.
-

Core Principle 11 of Section 5(d) of the Act:

FINANCIAL INTEGRITY OF CONTRACTS--*The board of trade shall establish and enforce rules providing for the financial integrity of any contracts traded on the contract market (including the clearance and settlement of the transactions with a derivatives clearing organization), and rules to ensure the financial integrity of any futures commission merchants and introducing brokers and the protection of customer funds.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** Clearing of transactions executed on a designated contract market other than transactions in security futures products, should be provided through a Commission-registered derivatives clearing organization. In addition, a designated contract market should maintain the financial integrity of its transactions by maintaining minimum financial standards for its members and non-intermediated market participants

and by having default rules and procedures. The minimum financial standards should be monitored for compliance purposes. The Commission believes that in order to monitor for minimum financial requirements, a designated contract market should routinely receive and promptly review financial and related information from its members. Rules concerning the protection of customer funds should address the segregation of customer and proprietary funds, the custody of customer funds, the investment standards for customer funds, related recordkeeping and related intermediary default procedures. The contract market should audit its members that are intermediaries for compliance with the foregoing rules as well as applicable Commission rules. These audits should be conducted consistent with the guidance set forth in Division of Trading and Markets Interpretations 4-1 and 4-2. A contract market may delegate to a designated self-regulatory organization responsibility for receiving financial reports and for conducting compliance audits pursuant to the guidelines set forth in §1.52 of this chapter.

- (b) **Acceptable Practices.** [Reserved]
-

Core Principle 12 of Section 5(d) of the Act:

PROTECTION OF MARKET PARTICIPANTS--*The board of trade shall establish and enforce rules to protect market participants from abusive practices committed by any party acting as an agent for the participants.*

- (a) **Application Guidance.** A designated contract market should have rules prohibiting conduct by intermediaries that is fraudulent, noncompetitive, unfair, or an abusive practice in connection with the execution of trades and a program to detect and discipline such behavior. The contract market should have methods and resources appropriate to the nature of the trading system and the structure of the market to detect trade practice abuses.
- (b) **Acceptable Practices.** [Reserved]
-

Core Principle 13 of Section 5(d) of the Act:

DISPUTE RESOLUTION--*The board of trade shall establish and enforce rules regarding and provide facilities for alternative dispute resolution as appropriate for market participants and any market intermediaries.*

Commission Guidance:

- (a) **Application Guidance.** A designated contract market should provide customer dispute resolution procedures that are fair and equitable and make them available on a voluntary basis, either directly or through another self-regulatory organization, to customers that are non-eligible contract participants.
- (b) **Acceptable Practices.**
- (1) Under Core Principle 13, a designated contract market is required to provide for dispute resolution mechanisms that are appropriate to the nature of the market.

- (2) In order to satisfy acceptable standards, a designated contract market should provide a customer dispute resolution mechanism that is fundamentally fair and is equitable. An acceptable customer dispute resolution mechanism would:
 - (i) Provide the customer with an opportunity to have his or her claim decided by an objective and impartial decision-maker,
 - (ii) Provide each party with the right to be represented by counsel, at the party's own expense,
 - (iii) Provide each party with adequate notice of the claims presented against him or her, an opportunity to be heard on all claims, defenses and permitted counterclaims, and an opportunity for a prompt hearing,
 - (iv) Authorize prompt, written, final settlement awards that are not subject to appeal within the contract market, and
 - (v) Notify the parties of the fees and costs that may be assessed.
 - (3) The use of such procedures should be voluntary for customers who are not eligible contract participants, and could permit counterclaims as provided in § 166.5 of this chapter.
 - (4) If the designated contract market also provides a procedure for the resolution of disputes that do not involve customers (*i.e.*, member-to-member disputes), the procedure for resolving such disputes must be independent of and shall not interfere with or delay the resolution of customers' claims or grievances.
 - (5) A designated contract market may delegate to another self-regulatory organization or to a registered futures association its responsibility to provide for customer dispute resolution mechanisms, provided, however, that, if the designated contract market does delegate that responsibility, the contract market shall in all respects treat any decision issued by such other organization or association as if the decision were its own including providing for the appropriate enforcement of any award issued against a delinquent member.
-

Core Principle 14 of Section 5(d) of the Act:

GOVERNANCE FITNESS STANDARDS--*The board of trade shall establish and enforce appropriate fitness standards for directors, members of any disciplinary committee, members of the contract market, and any other persons with direct access to the facility (including any parties affiliated with any of the persons described in this core principle).*

Commission Guidance:

(a) Application Guidance.

- (1) A designated contract market should have appropriate eligibility criteria for the categories of persons set forth in the Core Principle that should include standards for fitness and for the collection and verification of information supporting compliance with such standards. Minimum standards of fitness for persons who have member voting privileges, governing obligations or responsibilities, or who exercise disciplinary authority are those bases for refusal

to register a person under section 8a(2) of the Act. In addition, persons who have governing obligations or responsibilities, or who exercise disciplinary authority, should not have a significant history of serious disciplinary offenses, such as those that would be disqualifying under § 1.63 of this chapter. Members with trading privileges but having no, or only nominal, equity in the facility and non-member market participants who are not intermediated and do not have these privileges, obligations, responsibilities or disciplinary authority could satisfy minimum fitness standards by meeting the standards that they must meet to qualify as a “market participant.” Natural persons who directly or indirectly have greater than a ten percent ownership interest in a designated contract market should meet the fitness standards applicable to members with voting rights.

- (2) The Commission believes that such standards should include providing the Commission with fitness information for such persons, whether registration information, certification to the fitness of such persons, an affidavit of such persons' fitness by the contract market's counsel or other information substantiating the fitness of such persons. If a contract market provides certification of the fitness of such a person, the Commission believes that such certification should be based on verified information that the person is fit to be in his or her position.

(b) **Acceptable Practices.** [Reserved]

Core Principle 15 of Section 5(d) of the Act:

CONFLICTS OF INTEREST--*The board of trade shall establish and enforce rules to minimize conflicts of interest in the decision making process of the contract market and establish a process for resolving such conflicts of interest.*

Commission Guidance:

(a) **Application Guidance.** The means to address conflicts of interest in decision-making of a contract market should include methods to ascertain the presence of conflicts of interest and to make decisions in the event of such a conflict. In addition, the Commission believes that the contract market should provide for appropriate limitations on the use or disclosure of material non-public information gained through the performance of official duties by board members, committee members and contract market employees or gained through an ownership interest in the contract market.

(b) **Acceptable Practices.** [Reserved]

Core Principle 16 of Section 5(d) of the Act:

COMPOSITION OF BOARDS OF MUTUALLY OWNED CONTRACT MARKETS--*In the case of a mutually owned contract market, the board of trade shall ensure that the composition of the governing board reflects market participants.*

Commission Guidance:

(a) **Application Guidance.** The composition of a mutually-owned contract market should fairly represent the diversity of interests of the contract market's market participants.

(b) **Acceptable Practices.** [Reserved]

Core Principle 17 of Section 5(d) of the Act:

RECORDKEEPING--*The board of trade shall maintain records of all activities related to the business of the contract market in a form and manner acceptable to the Commission for a period of 5 years.*

Commission Guidance:

(a) **Application Guidance.** [Reserved]

(b) **Acceptable Practices.** Section 1.31 of this chapter governs recordkeeping obligations under the Act and the Commission's regulations thereunder. In order to provide broad flexible performance standards for recordkeeping, § 1.31 was updated and amended by the Commission in 1999. Accordingly, § 1.31 itself establishes the guidance regarding the form and manner for keeping records.

Core Principle 18 of Section 5(d) of the Act:

ANTITRUST CONSIDERATIONS--*Unless necessary or appropriate to achieve the purposes of this Act, the board of trade shall endeavor to avoid—*

- (A) *adopting any rules or taking any actions that result in any unreasonable restraints of trade; or*
- (B) *imposing any material anticompetitive burden on trading on the contract market.*

Commission Guidance:

(a) **Application Guidance.** An entity seeking designation as a contract market may request that the Commission consider under the provisions of section 15(b) of the Act any of the entity's rules, including trading protocols or policies, and including both operational rules and the terms or conditions of products listed for trading, at the time of designation or thereafter. The Commission intends to apply section 15(b) of the Act to its consideration of issues under this core principle in a manner consistent with that previously applied to contract markets.

(b) **Acceptable Practices.** [Reserved]

Annexe E – Grands principes de la CFTC - Chambres de compensation

Derivatives Clearing Organizations

Appendix A to Part 39

Application Guidance and Compliance With Core Principles

This appendix provides guidance concerning the core principles with which applicants must demonstrate the ability to comply and with which registered derivatives clearing organizations must continue to comply to be granted and to maintain registration as a derivatives clearing organization under section 5b of the Act and Sec. 39.3 and Sec. 39.5 of the Commission's regulations. The guidance follows each core principle and can be used to demonstrate core principle compliance under Sec. 39.3(a)(iv) and Sec. 39.5(d). The guidance for each core principle is illustrative only of the types of matters a clearing organization may address, as applicable, and is not intended to be a mandatory checklist. Addressing the criteria set forth in this appendix would help the Commission in its consideration of whether the clearing organization is in compliance with the core principles. To the extent that compliance with, or satisfaction of, a core principle is not self-explanatory from the face of a clearing organization's rules, an application pursuant to Sec. 39.3 or a submission pursuant to Sec. 39.5 should include an explanation or other form of documentation demonstrating that the clearing organization is able to or does comply with the core principles.

Core Principle A:

IN GENERAL-- *To be registered and to maintain registration as a derivatives clearing organization, an applicant shall demonstrate to the Commission that the applicant complies with the core principles specified in this paragraph. The applicant shall have reasonable discretion in establishing the manner in which it complies with the core principles.*

An entity preparing to submit to the Commission an application to operate as a derivatives clearing organization is encouraged to contact Commission staff for guidance and assistance in preparing its application. Applicants may submit a draft application for review prior to the submission of an actual application without triggering the application review procedures of Sec. 39.3 of the Commission's regulations. The Commission also may require a derivatives clearing organization to demonstrate to the Commission that it is operating in compliance with one or more core principles.

Core Principle B:

FINANCIAL RESOURCES-- *The applicant shall demonstrate that the applicant has adequate financial, operational, and managerial resources to discharge the responsibilities of a derivatives clearing organization.*

In addressing Core Principle B, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. The resources dedicated to supporting the clearing function:

1. The level of resources available to the clearing organization and the sufficiency of those resources to assure that no material adverse break in clearing operations will occur in a variety of market conditions; and
 2. The level of member/participant default such resources could support as demonstrated through use of hypothetical default scenarios that explain assumptions and variables factored into the illustrations.
2. The nature of resources dedicated to supporting the clearing function:
 1. The type of the resources, including their liquidity, and how they could be accessed and applied by the clearing organization promptly;
 2. How financial and other material information will be updated and reported to members, the public, if and when appropriate, and to the Commission on an ongoing basis; and
 3. Any legal or operational impediments or conditions to access.

Core Principle C:

PARTICIPANT AND PRODUCT ELIGIBILITY--*The applicant shall establish (i) appropriate admission and continuing eligibility standards (including appropriate minimum financial requirements) for members of and participants in the organization; and (ii) appropriate standards for determining eligibility of agreements, contracts, or transactions submitted to the applicant.*

In addressing Core Principle C, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Member/participant admission criteria:
 1. How admission standards for its clearing members/participants would contribute to the soundness and integrity of operations; and
 2. Matters such as whether these criteria would be in the form of organization rules that apply to all clearing members/participants, whether different levels of membership/participation would relate to different levels of net worth, income, and creditworthiness of members/participants, and whether margin levels, position limits and other controls would vary in accordance with these levels.
2. Member/participant continuing eligibility criteria:
 1. A program for monitoring the financial status of its members/participants; and
 2. Whether and how the clearing organization would be able to change continuing eligibility criteria in accordance with changes in a member's/participant's financial status.
3. Criteria for instruments acceptable for clearing:
 1. The criteria, and the factors considered in establishing the criteria, for the types of agreements, contracts, or transactions it will clear; and
 2. How those criteria take into account the different risks inherent in clearing different agreements, contracts, or transactions and how they affect maintenance of assets to support the guarantee function in varying risk environments.
4. The clearing function for each instrument the organization undertakes to clear.

Core Principle D:

RISK MANAGEMENT-- *The applicant shall have the ability to manage the risks associated with discharging the responsibilities of a derivatives clearing organization through the use of appropriate tools and procedures.*

In addressing Core Principle D, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Use of risk analysis tools and procedures:
 1. How the adequacy of the overall level of financial resources would be tested on an ongoing periodic basis in a variety of market conditions;
 2. How the organization would use specific risk management tools such as stress testing and value at risk calculations; and
 3. What contingency plans the applicant has for managing extreme market events.
2. Use of collateral:
 1. What forms and levels of collateral would be established and collected;
 2. How amounts would be adequate to secure prudentially obligations arising from clearing transactions and, where applicable, performing as a central counterparty;
 3. The factors considered in determining appropriate margin levels for an instrument cleared and for clearing members/participants;
 4. The appropriateness of required or allowed forms of margin given the liquidity and related requirements of the clearing organization;
 5. How the clearing organization would value open positions and collateral assets; and
 6. The proposed margin collection schedule and how it would relate to changes in the value of market positions and collateral values.
3. Use of credit limits:

If systems would be implemented that would prevent members/participants and other market participants from exceeding credit limits and how they would operate.

Core Principle E:

SETTLEMENT PROCEDURES-- *The applicant shall have the ability to (i) complete settlements on a timely basis under varying circumstances; (ii) maintain an adequate record of the flow of funds associated with each transaction that the applicant clears; and (iii) comply with the terms and conditions of any permitted netting or offset arrangements with other clearing organizations.*

In addressing Core Principle E, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Settlement timeframe:
 1. Procedures for completing settlements on a timely basis during times of normal operating conditions; and
 2. Procedures for completing settlements on a timely basis in varying market circumstances including during a period when one or more significant members/participants have defaulted.

2. Recordkeeping:
 1. The nature and quality of the information collected concerning the flow of funds involved in clearing and settlement; and
 2. How such information would be recorded, maintained and accessed.
3. Interfaces with other clearing organizations:

How compliance with the terms and conditions of netting or offset arrangements with other clearing organizations would be met, including, among others, common banking or common clearing programs.

Core Principle F:

TREATMENT OF FUNDS--*The applicant shall have standards and procedures designed to protect and ensure the safety of member and participant funds.*

In addressing Core Principle F, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Safe custody:
 1. The safekeeping of funds, whether in accounts, in depositories, or with custodians, and how it would meet industry standards of safety;
 2. Any written terms regarding the legal status of the funds and the specific conditions or prerequisites for movement of the funds; and
 3. The extent to which the deposit of funds in accounts in depositories or with custodians would limit concentration of risk.
2. Segregation between customer and proprietary funds:

Requirements or restrictions regarding commingling customer funds with proprietary funds, obligating customer funds for any purpose other than to purchase, clear, and settle the products the clearing organization is clearing, or procedures regarding customer funds which are subject to cross-margin or similar agreements, and any other aspects of customer fund segregation.

3. Investment standards:
 1. How customer funds would be invested consistent with high standards of safety; and
 2. How the organization will gather and keep associated records and data regarding the details of such investments.

Core Principle G:

DEFAULT RULES AND PROCEDURES--*The applicant shall have rules and procedures designed to allow for efficient, fair, and safe management of events when members or participants become insolvent or otherwise default on their obligations to the derivatives clearing organization.*

In addressing Core Principle G, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Definition of default:
 1. The events that will constitute member or participant default;
 2. What action the organization would take upon a default and how the organization would otherwise enforce the definition of default; and
 3. How the organization would address situations related to but which may not constitute an event of default, such as failure to comply with certain rules, failure to maintain eligibility standards, actions taken by other regulatory bodies, or other events.

2. Remedial action:

The authority pursuant to which, and how, the clearing organization may take appropriate action in the event of the default of a member/participant which may include, among other things, closing out positions, replacing positions, set-off, and applying margin.

3. Process to address shortfalls:

Procedures for the prompt application of clearing organization and/or member/participant financial resources to address monetary shortfalls resulting from a default.

4. Use of cross-margin programs:

How cross-margining programs would provide for clear, fair, and efficient means of covering losses in the event of a program participant default.

5. Customer priority rule:

Rules and procedures regarding priority of customer accounts over proprietary accounts of defaulting members/participants and, where applicable, in the context of specialized margin reduction programs such as cross-margining or trading links with other exchanges.

Core Principle H:

RULE ENFORCEMENT-- *The applicant shall (i) maintain adequate arrangements and resources for the effective monitoring and enforcement of compliance with rules of the applicant and for resolution of disputes; and (ii) have the authority and ability to discipline, limit, suspend, or terminate a member's or participant's activities for violations of rules of the applicant.*

In addressing Core Principle H, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Surveillance:

Arrangements and resources for the effective monitoring of compliance with rules relating to clearing practices and financial surveillance.

2. Enforcement:

Core Principle H: Arrangements and resources for the effective enforcement of rules and authority and ability to discipline and limit or suspend a member's/participant's activities pursuant to clear and fair standards.

3. Dispute resolution:

Core Principle H: Where applicable, arrangements and resources for resolution of disputes between customers and members/participants, and between members/participants.

Core Principle I:

SYSTEM SAFEGUARDS-- *The applicant shall demonstrate that the applicant (i) has established and will maintain a program of oversight and risk analysis to ensure that the automated systems of the applicant function properly and have adequate capacity and security; and (ii) has established and will maintain emergency procedures and a plan for disaster recovery, and will periodically test backup facilities sufficient to ensure daily processing, clearing, and settlement of transactions.*

In addressing Core Principle I, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Oversight/risk analysis program:
 1. Whether a program addresses appropriate principles and procedures for the oversight of automated systems to ensure that its clearing systems function properly and have adequate capacity and security. The Commission believes that the guidelines issued by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) in 1990 and adopted by the Commission on November 21, 1990 (55 FR 48670), as supplemented in October 2000, are appropriate guidelines for an automated clearing system to apply.
 2. Emergency procedures and a plan for disaster recovery; and
 3. Periodic testing of back-up facilities and ability to provide timely processing, clearing, and settlement of transactions.
2. Appropriate periodic objective system reviews/testing:
 1. Any program for the periodic objective testing and review of the system, including tests conducted and results; and
 2. Confirmation that such testing and review would be performed or assessed by a qualified independent professional.

Core Principle J:

REPORTING-- *The applicant shall provide to the Commission all information necessary for the Commission to conduct the oversight function of the applicant with respect to the activities of the derivatives clearing organization.*

In addressing Core Principle J, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Information available to or generated by the clearing organization that will be made routinely available to the Commission, upon request and/or as appropriate, to enable the Commission to perform properly its oversight function, including information regarding counterparties and their positions, stress test results, internal governance, legal proceedings, and other clearing activities;
2. Information the clearing organization will make available to the Commission on a non-routine basis and the circumstances which would trigger such action;
3. The information the organization intends to make routinely available to members/participants and/or the general public; and
4. Provision of information:
 1. The manner in which all relevant routine or non-routine information will be provided to the Commission, whether by electronic or other means; and
 2. The manner in which any information will be made available to members/participants and/or the general public.

Core Principle K:

RECORDKEEPING-- *The applicant shall maintain records of all activities related to the business of the applicant as a derivatives clearing organization in a form and manner acceptable to the Commission for a period of 5 years.*

In addressing Core Principle K, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. The different activities related to the entity as a clearing organization for which it must maintain records; and
2. How the entity would satisfy the performance standards of Commission regulation 1.31 (17 CFR 1.31), reserved in this part 39 and applicable to derivatives clearing organizations, including:
 1. What "full" or "complete" would encompass with respect to each type of book or record that would be maintained;
 2. The form and manner in which books or records would be compiled and maintained with respect to each type of activity for which such books or records would be kept;
 3. Confirmation that books and records would be open to inspection by any representative of the Commission or of the U.S. Department of Justice;
 4. How long books and records would be readily available and how they would be made readily available during the first two years; and
 5. How long books and records would be maintained (and confirmation that, in any event, they would be maintained for at least five years).

Core Principle L:

PUBLIC INFORMATION-- *The applicant shall make information concerning the rules and operating procedures governing the clearing and settlement systems (including default procedures) available to market participants.*

In addressing Core Principle L, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

Disclosure of information regarding rules and operating procedures governing clearing and settlement systems:

1. Which rules and operating procedures governing clearing and settlement systems should be disclosed to the public, to whom they would be disclosed, and how they would be disclosed;
2. What other information would be available regarding the operation, purpose and effect of the clearing organization's rules;
3. How members/participants may become familiar with such procedures before participating in operations; and
4. How members/participants will be informed of their specific rights and obligations preceding a default and upon a default, and of the specific rights, options and obligations of the clearing organization preceding and upon the member's/participant's default.

Core Principle M:

INFORMATION SHARING--*The applicant shall (i) enter into and abide by the terms of all appropriate and applicable domestic and international information-sharing agreements; and (ii) use relevant information obtained from the agreements in carrying out the clearing organization's risk management program.*

In addressing Core Principle M, applicants and registered derivatives clearing organizations may describe or otherwise document:

1. Applicable appropriate domestic and international information-sharing agreements and arrangements including the different types of domestic and international information-sharing arrangements, both formal and informal, which the clearing organization views as appropriate and applicable to its operations.
2. How information obtained from information-sharing arrangements would be used to carry out risk management and surveillance programs:
 1. How information obtained from any information-sharing arrangements would be used to further the objectives of the clearing organization's risk management program and any of its surveillance programs including financial surveillance and continuing eligibility of its members/participants;
 2. How accurate information is expected to be obtained and the mechanisms or procedures which would make timely use and application of all information; and
 3. The types of information expected to be shared and how that information would be shared.

Core Principle N:

ANTITRUST CONSIDERATIONS--*Unless appropriate to achieve the purposes of this Act, the derivatives clearing organization shall avoid (i) adopting any rule or taking any action that results in any unreasonable restraint of trade; or (ii) imposing any material anticompetitive burden on trading on the contract market.*

Pursuant to section 5b(c)(3) of the Act, a registered derivatives clearing organization or an entity seeking registration as a derivatives clearing organization may request that the Commission issue

an order concerning whether a rule or practice of the organization is the least anticompetitive means of achieving the objectives, purposes, and policies of the Act. The Commission intends to apply section 15(b) of the Act to its consideration of issues under this core principle in a manner consistent with that previously applied to contract markets.

Annexe F – Grands principes de la Financial Services Authority (UK)

1 Intégrité	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit exercer ses activités avec intégrité.
2 Compétence, prudence et diligence	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit exercer ses activités avec compétence, prudence et diligence.
3 Gestion et contrôle	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit veiller avec diligence à organiser et à contrôler ses activités de façon responsable et efficace, au moyen de systèmes adéquats de gestion du risque.
4 Prudence financière	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit maintenir des ressources financières suffisantes.
5 Conduite sur le marché	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit respecter les normes de bonne conduite sur le marché.
6 Intérêts de la clientèle	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit tenir compte des intérêts de ses <i>clients</i> et traiter ceux-ci équitablement.
7 Communication avec la clientèle	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit tenir compte des besoins de ses <i>clients</i> en matière d'information et leur communiquer de l'information claire et juste qui ne les induit pas en erreur.
8 Conflits d'intérêts	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit gérer équitablement les conflits d'intérêts entre ses clients et entre elle et ses clients.
9 Relation de confiance avec la clientèle	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit veiller avec diligence à la pertinence des conseils qu'elle donne à tout <i>client</i> fondé à se fier à son jugement et des décisions discrétionnaires qu'elle prend en son nom.
10 Biens de la clientèle	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit veiller à la protection adéquate des biens de ses <i>clients</i> dont elle a la responsabilité.
11 Relations avec les autorités de réglementation	Une <i>personne</i> ou une <i>société</i> doit traiter dans un esprit de franchise et de collaboration avec les autorités de réglementation dont elle relève et communiquer de façon appropriée à la FSA tout renseignement dont celle-ci s'attend raisonnablement à être informée.

Annexe G – Pouvoirs d'enquête de l'Autorité de la LVM et la LAMF

Les pouvoirs d'enquêtes de l'Autorité prévoient :

« CHAPITRE III : INSPECTIONS ET ENQUÊTES

12. *L'Autorité peut, de sa propre initiative ou sur demande, faire toute enquête si elle a des motifs raisonnables de croire qu'il y a eu un manquement à une loi visée à l'article 7.*

13. *L'Autorité peut autoriser une personne visée aux premier et deuxième alinéas de l'article 9 à exercer tout ou partie des pouvoirs que lui confère l'article 12.*

14. *La personne que l'Autorité a autorisée à enquêter est investie des pouvoirs et de l'immunité des commissaires nommés en vertu de la Loi sur les commissions d'enquête (L.R.Q., chapitre C-37), sauf du pouvoir d'ordonner l'emprisonnement.*

15. *La personne soumet à l'Autorité tout rapport d'enquête.*

16. *Aucune personne employée par l'Autorité ou autorisée par elle à exercer des pouvoirs d'inspection ou d'enquête ne doit communiquer ou permettre que soit communiqué à qui que ce soit, un renseignement obtenu en vertu des dispositions de la présente loi ou d'un règlement pris par le gouvernement pour son application ni permettre l'examen d'un document produit en vertu de ceux-ci, sauf dans la mesure où elle y est autorisée par l'Autorité. Il en est de même pour tout renseignement ou document relatif à l'application de lignes directrices et fourni volontairement à l'Autorité.*

Malgré les articles 9, 23, 24 et 59 de la Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels (L.R.Q., chapitre A-2.1), seule une personne autorisée généralement ou particulièrement par l'Autorité a accès à un tel renseignement ou document.

17. *L'Autorité peut rejeter de façon sommaire toute demande d'enquête jugée frivole ou manifestement mal fondée.*

Le demandeur, le cas échéant, doit en être informé ainsi que les autres personnes visées par la demande.

18. *Sauf sur une question de compétence, aucun des recours en vertu de l'article 33 du Code de procédure civile (L.R.Q., chapitre C-25) ou recours extraordinaires au sens de ce code ne peut être exercé, ni aucune*

injonction accordée contre l'Autorité, contre un organisme d'autorégulation ou contre une personne autorisée à procéder à une inspection ou à faire une enquête.

Tout juge de la Cour d'appel peut, sur requête, annuler sommairement toute décision rendue, ordonnance ou injonction prononcée à l'encontre du premier alinéa.

19. Toute personne qui entrave l'action de l'Autorité ou d'une personne qu'elle autorise dans l'exercice d'un pouvoir visé aux articles 9, 10, 12 et 13 commet une infraction et est passible d'une amende de 500 \$ à 5 000 \$.

L'amende est portée au double en cas de récidive.

Par ailleurs, tout comme dans le cas des pouvoirs d'inspection, la LVMQ comporte un chapitre portant sur les pouvoirs d'enquête, les mesures conservatoires ainsi que certains autres pouvoirs accessoires à l'exercice de sa juridiction. Les mesures conservatoires étant traitées dans une autre section, nous limiterons nos observations en ce qui concerne les enquêtes et mesures accessoires.

La LVMQ prévoit en matière d'enquête:

Article 237 - Communication de documents - Loi sur les valeurs mobilières

Communication de documents

L'Autorité ou l'agent commis par elle peut exiger la communication de tout document ou renseignement estimé utile à l'accomplissement de sa mission par les personnes suivantes :

- 1° une personne inscrite;*
- 2° un organisme d'autorégulation reconnu ou un de ses membres;*
- 3° un émetteur assujetti;*
- 4° un dépositaire des biens d'une société d'investissement à capital variable ou d'un fonds commun de placement;*
- 5° une personne présentant une demande à l'Autorité ou déposant auprès d'elle des documents requis par la présente loi ou les règlements, ainsi que l'émetteur auquel se rapportent cette demande ou ces documents.*
- 6° un organisme, une personne ou tout autre participant visé à l'article 151.1.1.*

Confirmation de l'authenticité des documents

En outre, l'Autorité ou son agent peut demander à ces personnes de confirmer, par une déclaration sous serment, l'authenticité des documents ou la véracité des renseignements communiqués.

Délégation de pouvoirs

Dans le cas des membres d'un organisme d'autoréglementation, de leurs dirigeants et de leurs représentants assujettis à l'inscription, l'Autorité peut, aux conditions qu'elle détermine, déléguer à l'organisme d'autoréglementation les pouvoirs prévus par le présent article et par l'article 238.

Article 238 - Interrogatoire - Loi sur les valeurs mobilières

Interrogatoire

L'Autorité ou l'agent commis par elle peut soumettre les personnes visées à l'article 237, leurs dirigeants ou préposés à un interrogatoire sous serment.

Article 239 - Enquête - Loi sur les valeurs mobilières

Enquête

L'Autorité peut instituer une enquête :

1° en vue d'assurer l'application de la présente loi et de ses règlements;

2° en vue de réprimer les infractions à la présente loi ou aux règlements;

3° en vue de réprimer les infractions aux dispositions adoptées par une autre autorité législative en matière de valeurs mobilières;

4° dans le cadre de l'exécution d'un accord visé à l'article 295.1;

5° pour vérifier s'il y a lieu de recommander au ministre la nomination d'un administrateur provisoire.

Article 240 - Dispositions applicables - Loi sur les valeurs mobilières

Dispositions applicables

Le premier alinéa de l'article 6 et les articles 9, 10, 11, 12, 13 et 16 de la Loi sur les commissions d'enquête (chapitre C - 37) s'appliquent à ces enquêtes, compte tenu des modifications nécessaires.

Pouvoirs de l'Autorité

L'Autorité exerce, en vue de l'enquête, toutes les attributions d'un juge de la Cour supérieure sauf celle d'imposer une peine d'emprisonnement.

Article 241 - Témoin ou personne interrogée - Loi sur les valeurs mobilières

Témoin ou personne interrogée

Une personne appelée à témoigner au cours d'une enquête ou soumise à un interrogatoire sous serment ne peut refuser de répondre, ni de produire une pièce en alléguant qu'elle pourrait s'incriminer ou s'exposer à une peine ou à des poursuites civiles, sous réserve des dispositions de la Loi sur la preuve au Canada (Statuts révisés du Canada, 1970, chapitre E-10).

Article 242 - Communication ou remise de pièces - Loi sur les valeurs mobilières

Communication ou remise de pièces

L'Autorité peut exiger la communication ou la remise de toute pièce reliée à l'objet de l'enquête. L'Autorité a le pouvoir de rendre les pièces qui lui sont remises ou de déterminer ce qu'il y a lieu d'en faire.

Article 243 - Reproduction - Loi sur les valeurs mobilières

Reproduction

La personne qui remet des pièces à l'Autorité dans les conditions prévues à l'article 242 peut les consulter ou les reproduire à ses frais, dans les conditions convenues avec l'Autorité.

Article 244 - Huis clos - Loi sur les valeurs mobilières

Huis clos

L'enquête instituée en vertu de l'article 239 se déroule à huis clos.

Article 245 - Communication interdite - Loi sur les valeurs mobilières

Communication interdite

L'Autorité peut interdire à une personne de communiquer à quiconque, si ce n'est à son avocat, toute information reliée à une enquête.

Article 246 - Assistance d'un avocat - Loi sur les valeurs mobilières

Assistance d'un avocat

Toute personne appelée à témoigner au cours d'une enquête ou lors d'un interrogatoire peut se faire assister d'un avocat de son choix.

Article 247 - Désignation de l'enquêteur - Loi sur les valeurs mobilières

Désignation de l'enquêteur

L'Autorité désigne le membre de son personnel chargé de la conduite de l'enquête.

Enquêteur non membre du personnel

L'Autorité peut aussi charger de la conduite de l'enquête une personne qui ne fait pas partie de son personnel. Cette personne prête serment devant un juge de la Cour du Québec ou devant un membre de l'Autorité, en la forme prévue à l'article 2 de la Loi sur les commissions d'enquête (L.R.Q., chapitre C-37), compte tenu des adaptations nécessaires.

Article 248 - Enquêteur - Loi sur les valeurs mobilières

Enquêteur

L'enquêteur doit, sur demande, justifier de sa qualité.

Pouvoirs

Il exerce, en vue de l'enquête, toutes les attributions de l'Autorité, sauf en matière d'outrage au tribunal.

Rapport à l'Autorité

Il fait rapport à l'Autorité et met à sa disposition la transcription des témoignages et les pièces relatives à l'enquête.

Annexe H – Pouvoirs d’enquête, Projet de loi de la Colombie-Britannique

Dans le projet de loi sur les valeurs mobilières de la Colombie Britannique, les pouvoirs d’enquêtes sont les suivants :

Investigation order

49 (1) If the commission considers it expedient, the commission may order an investigation

- (a) for the administration of this Act or the regulations, or
- (b) to assist in the administration of the securities laws of another jurisdiction.

(2) An order made under subsection (1) must specify the scope of the investigation.

(3) For the purposes of subsection (1), the commission may conduct the investigation or may, in writing, appoint another person for that purpose.

Power to compel evidence

50 (1) The commission, or an investigator appointed under section 49 (3) or 58 (1), has the same power as the Supreme Court has for the trial of civil actions to

- (a) summon the attendance of a witness,
- (b) compel a witness to give evidence, and
- (c) compel a witness to produce a record or thing, or a class of records or things, in the custody, possession or control of the witness.

(2) Despite section 34 (5) [*financial institution not compellable*] of the *Evidence Act*, no financial institution, as defined in that section, and no officer or employee of a financial institution, is exempt from the operation of this section.

Counsel may attend

51 Counsel may represent a witness who gives evidence under section 50.

Entry of premises and production of records

52 (1) If the commission considers it necessary and in the public interest to do so, the commission may make an order authorizing an officer or

employee appointed under section 140, or a person appointed under section 49 (3), to

- (a) enter, during business hours, business premises of a registrant or representative, or a person recognized under section 7,
- (b) review any record or thing at the premises that reasonably relates to the order made under section 49,
- (c) require a person at the premises to produce information, a record or thing, or a class of records or things, that reasonably relates to the order made under section 49 and that is in the custody, possession or control of the person,
- (d) copy any record at the premises that reasonably relates to the order made under section 49, and
- (e) on giving a receipt, remove from the premises any record or thing that reasonably relates to the order made under section 49.

(2) If a person enters premises under subsection (1), the person must present proof of his or her authority to do so.

(3) A record or thing removed under subsection (1) (e) must be returned to the person from whom, or premises from which, it was taken as soon as practicable.

(4) To the extent it is reasonably necessary to facilitate an investigation, an investigator authorized under subsection (1) may

- (a) mark a record or thing produced or removed for identification, or
- (b) use or alter a record or thing produced or removed.

Uncooperative witness liable for contempt

53 On application by the commission to the Supreme Court, a witness summoned under section 50 (1) (a) is liable to be committed for contempt, as if in breach of an order or judgment of the Supreme Court, if the witness neglects or refuses to

- (a) attend,
- (b) give evidence under section 50 (1) (b), or

(c) produce a record or thing in the custody, possession or control of the witness.

Additional powers from court

54 (1) The Supreme Court may make an order authorizing a person named in the order to

- (a) enter into a premises or place described in subsection (3) at any reasonable time,
- (b) review any record or thing at the premises or place that reasonably relates to the order made under section 49,
- (c) require a person at the premises or place to produce information, a record or thing, or a class of records or things, that reasonably relates to the order made under section 49 and that is in the custody, possession or control of the person,
- (d) copy any record at the premises or place that reasonably relates to the order made under section 49, and
- (e) on giving a receipt, remove from the premises or place any record or thing that reasonably relates to the order made under section 49.

(2) If a person enters premises under subsection (1), the person must present proof of his or her authority to do so.

(3) The court may make an order under subsection (1)

- (a) on application by the commission, and
- (b) on being satisfied by information on oath that there are reasonable and probable grounds to believe that there may be a record or thing that reasonably relates to an order made under section 49
 - (i) in business premises, or
 - (ii) in a building, receptacle or place, other than a room or place actually being used as a residence.

(4) An application under subsection (1) may be made without notice and heard in the absence of the public, unless the court otherwise directs.

(5) A record or thing removed under subsection (1) (e) must be returned to the person from whom, or premises or place from which, it was taken as soon as practicable.

(6) To the extent reasonably necessary to facilitate the investigation, an investigator authorized by an order made under subsection (1) may

- (a) mark for identification a record or thing produced or removed, or
- (b) use or alter a record or thing produced or removed.

Evidence not to be disclosed

56 (1) Without the consent of the commission, a person must not disclose any information or evidence obtained or sought to be obtained, or the name of any witness examined or sought to be examined, under section 50, 52 or 54.

(2) Despite subsection (1), a person may disclose information or evidence obtained or sought to be obtained, or the name of any witness examined or sought to be examined, to the person's counsel.

Freedom of Information and Protection of Privacy Act

57 (1) If there is a conflict between the *Freedom of Information and Protection of Privacy Act* and section 56, section 56 prevails.

(2) Subsection (1) does not apply to section 44 (2) and (3) [*commissioner may require records to be produced*] of the *Freedom of Information and Protection of Privacy Act*.

(3) Subsection (1) does not apply to personal information, as defined in the *Freedom of Information and Protection of Privacy Act*, that has existed for 100 or more years or to other information that has existed for 50 or more years.

Investigation order by minister

58 (1) The minister may, by order, appoint a person to make an investigation the minister considers expedient

- (a) for the administration of this Act or the regulations, or

(b) to assist in the administration of the securities laws of another jurisdiction.

(2) In an order made under subsection (1), the minister must specify the scope of the investigation.

Division 4 -- Enforcement Orders

Commission enforcement orders

59 (1) If the commission considers it in the public interest to do so, the commission may, after a hearing,

- (a) order a person to comply with
 - (i) this Act, the regulations or a commission decision, or
 - (ii) the regulatory instruments or a decision of a person recognized under section 7,
- (b) order a person, a class of persons or all persons to cease trading a security, a class of securities or all securities,
- (c) order that any or all of the exemptions in this Act or the regulations do not apply to a person,
- (d) prohibit a person from
 - (i) acting as a director or officer of another person,
 - (ii) acting as a fund manager,
 - (iii) acting as a dealer, adviser or representative,
 - (iv) acting as a due-diligence provider,
 - (v) acting in a management or consultative capacity in connection with activities in the securities market, or
 - (vi) promoting the trade of a security or of securities generally,
- (e) impose conditions or restrictions on a registration, or suspend or revoke a registration,
- (f) restrict the trading or advising activities of a registrant or a person exempt from registration,
- (g) order a person to change a record,
- (h) order a person to disseminate information or a record,
- (i) order a person not to disseminate information or a record, or

(j) order a person that is a market participant to make changes to its practices and procedures.

(2) The commission may, after providing an opportunity to be heard, make an order under subsection (1) (a) to (f) against a person if the person

(a) has been convicted of a criminal offence arising from a transaction, business or course of conduct related to securities,

(b) has been found by a court in or outside British Columbia to have contravened this Act, the regulations or the securities laws of another jurisdiction, or

(c) has been found by a regulator in another province to have contravened the securities laws of the province.

(3) If the commission considers it necessary and in the public interest to do so, the commission may, without providing an opportunity to be heard, make an order under subsection (1), other than an order under subsection (1) (g), (h) or (j), that is effective for not more than 15 days.

(4) If the commission considers it necessary and in the public interest to do so, the commission may, without providing an opportunity to be heard, extend an order made under subsection (3) until

(a) a hearing under subsection (1) is held, or

(b) an opportunity to be heard under subsection (2) is provided,

and the commission makes a decision.

(5) If the commission makes an order under this section, the commission must send the order to each person named in the order.

(6) If the commission sends an order made under subsection (3) or (4), the commission must send a notice of hearing, or a notice of opportunity to be heard, with the order.

Administrative penalty

60 If the commission considers it in the public interest to do so, the commission may, after a hearing, order a person to pay the commission an administrative penalty of not more than \$1 million for each contravention of this Act or the regulations.

Removal of benefits

61 If the commission considers it in the public interest to do so, the commission may, after a hearing, order a person to pay to the commission any amount obtained, or payment or loss avoided, as a result of a contravention of this Act or the regulations.

Payment of investigation and hearing costs

62 (1) After providing an opportunity to be heard, the commission may order a person subject to a hearing to pay prescribed fees or prescribed charges for the costs of the commission's investigation, the hearing and related costs.

(2) If a person is found guilty of an offence, the commission may, after providing an opportunity to be heard, order the person to pay prescribed fees or prescribed charges for the costs of the commission's investigation carried out in relation to the offence.

Demand on third party

63 (1) If a person owes money to the commission as a result of an order made under section 60, 61 or 62, and a third party is or is about to become indebted to the person, the commission may demand of the third party that the money owed to the person be paid to the commission on account of the person's indebtedness to the commission.

(2) A copy of a demand under subsection (1) must be delivered to the person that is indebted to the commission.

(3) A third party under subsection (1) must pay the money demanded under that subsection to the commission as soon as practicable after the later of

(a) the receipt of the demand, and

(b) the date the money is due to be paid to the person named in the demand.

(4) Money paid to the commission under this section discharges the indebtedness of the third party to the person named in the demand to the extent of the amount of money paid to the commission.

(5) If, after receipt of a demand under this section, a third party

- (a) fails to pay the money to the commission as required under subsection (3), or
 - (b) makes a payment to the person named in the demand,
- the third party is liable to the commission for the lesser of
- (c) the third party's indebtedness to the person plus the amount of the indebtedness paid by the third party to the person, and
 - (d) the amount owed to the commission by the person, including any interest and penalty.

Orders on application of interested person

64 (1) If an interested person believes that another person has contravened this Act or the regulations, the interested person may apply for leave from a commissioner for a hearing to be held under section 59.

(2) The commissioner considering an application under section (1) may grant leave if the commissioner considers it in the public interest to do so.

(3) A commissioner making a decision under this section is not required to provide reasons for the decision.