



Le 7 novembre 2007

PAR COURRIEL ET PAR LA POSTE

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire
Autorité des marchés financiers
800, Square Victoria, 22^{ème} étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3

Objet : Projet d'encadrement des dérivés

Me Beaudoin,

Bourse de Montréal Inc. (« la Bourse ») tient à féliciter l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») pour son travail remarquable dans l'élaboration du projet d'encadrement des marchés des dérivés au Québec et pour la mise sur pied du Centre d'excellence en dérivés. Nous apprécions l'effort important mis de l'avant afin de faire évoluer la législation dans le domaine des dérivés.

La Bourse de Montréal est la bourse canadienne des produits dérivés financiers. On y négocie des dérivés sur actions, sur indices et sur taux d'intérêt. Par l'intermédiaire de sa chambre de compensation, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (« CDCC »), possédant une cote de crédit AA, la Bourse offre des services de gestion des risques, de règlement des transactions et de compensation. Les autres intérêts de la Bourse comprennent la Boston Options Exchange (BOX), une bourse américaine d'options sur actions dont la Bourse gère les opérations techniques, le Marché canadien des ressources (CAREX), une nouvelle entreprise dédiée au marché énergétique canadien et le Marché climatique de Montréal (MCeX), visant l'établissement du premier marché public canadien de produits environnementaux.

Le marché des dérivés connaît une croissance extraordinaire depuis les dernières années. De ce fait, la Bourse est heureuse de pouvoir offrir son expertise et ses connaissances dans les travaux préparatoires visant l'évolution législative du domaine des dérivés.

Enfin, nous tenons à remercier Messieurs Daniel Laurion, Directeur général, Mandats spéciaux à l'Autorité et Derek West, Directeur adjoint du Centre d'excellence en dérivés pour avoir donné l'occasion à la Bourse et à la CDCC de discuter du projet d'encadrement des marchés des dérivés lors d'une rencontre tenue le 31 octobre dernier et de l'opportunité de faire part de nos commentaires.

Nous apprécions également l'opportunité qui nous est donnée de faire part de nos commentaires suite à la publication par l'Autorité le 10 août 2007 de son document de consultation intitulé « *Projet d'encadrement des dérivés* ». La Bourse, par le biais d'un groupe de travail interne composé de représentants de divers services ainsi que de la CDCC, a soigneusement étudié ledit document. Vous trouverez donc ci-dessous les commentaires conjoints de la Bourse et de la CDCC relativement à la « *Proposition de législation sur les dérivés* », la « *Proposition de réglementation sur les dérivés* », aux annexes issues des propositions législatives et aux « *Propositions d'instructions générales* ».

PROPOSITION DE LÉGISLATION SUR LES DÉRIVÉS

Article 1

Bien que la description de ce qu'est un dérivé ainsi que son sous-jacent nous apparaisse suffisamment large pour englober la grande majorité des dérivés, nous sommes d'avis qu'elle devrait être remaniée afin d'englober également les dérivés de type binaire qui sont basés sur la réalisation ou non d'un événement et non sur la valeur d'un sous-jacent. À titre d'exemple, aux États-Unis, le marché Hedgestreet inscrit à la cote des options de style européen dont la levée est fonction de la réalisation ou non de fusions corporatives. La Bourse AMEX quant à elle a déposé à la SEC une demande d'approbation pour inscrire à sa cote des options désignées sous le nom de « *Fixed Return Options* ». La levée de ces options est fonction du fait qu'un titre sous-jacent a franchi ou non un seuil de prix. Si l'action sous-jacente a franchi ce seuil à la date d'expiration, le détenteur de la position reçoit un montant fixe de 100\$. Dans le cas contraire, l'option expire sans valeur.

Même si les dérivés dont la valeur est basée sur la réalisation d'un événement ne sont pas encore négociés sur le marché canadien et qu'il est difficile de prédire quel succès aura ce type de produit dérivé, nous croyons que la description ou la définition de ce qu'est un dérivé devrait prévoir une telle éventualité.

Bien que de façon générale, nous soyons d'avis que les descriptions que l'on retrouve à l'article 1 soient suffisamment exhaustives (à l'exception toutefois de notre suggestion de l'élargir davantage afin d'y incorporer les dérivés dont la valeur est basée sur la réalisation d'un événement) et bien qu'il soit possible de l'élargir davantage par voie de règlement, nous avons certaines préoccupations quant à la rapidité avec laquelle un tel règlement pourrait être modifié afin d'ajouter de nouveaux types de dérivés. De façon pratique, le délai s'écoulant entre le moment où il est jugé nécessaire de modifier un règlement et le moment auquel une telle modification entre en vigueur peut s'avérer passablement long. Un tel délai peut s'avérer nuisible au développement du marché tout comme il peut également nuire à la mise en place de solutions réglementaires face à un problème particulier. Nous sommes donc d'accord avec l'approche consistant à adopter dans la législation des définitions aussi exhaustives que



possible et à faire en sorte que la réglementation se rapportant à une telle législation offre la flexibilité nécessaire pour adapter ces définitions selon les besoins, mais pour qu'une telle approche soit efficace, il sera nécessaire que l'Autorité mette en place tous les mécanismes nécessaires pour assurer des délais aussi courts que possibles lorsque viendra le temps d'apporter des modifications au règlement.

Article 2

La dernière phrase de l'article 2 manque de clarté à notre sens et présente selon nous un risque de confusion important. Premièrement, qu'entend-on par l'expression « présentant en substance les mêmes caractéristiques »? Où sera tracée la ligne lorsqu'il s'agira de déterminer si un instrument dérivé présente ou non substantiellement les mêmes caractéristiques? Bien que le texte réfère au fait qu'une telle détermination se fera suite à un rapprochement des modalités et données de l'opération, cette précision ne contribue pas, selon nous, à clarifier davantage l'intention visée par ce paragraphe. Nous pensons ici plus particulièrement aux instruments dérivés hors bourse pour lesquels la CDCC offre des services de compensation. Est-ce que le fait que la CDCC offre de tels services fera en sorte que les instruments dérivés hors bourse qu'elle compense deviendront des instruments standardisés?

Article 6

La définition de « courtier en dérivés » utilise, à l'alinéa 2, l'expression « dépôts de couverture ». La Bourse est d'avis que l'expression « dépôts de marge » serait plus appropriée. Selon nous l'expression « dépôts de couverture » n'est pas appropriée en raison du fait qu'elle peut créer de la confusion avec l'expression « opération de couverture » laquelle vise à prendre une position dans un instrument dérivé afin de couvrir un risque spécifique. Il est à noter que dans sa propre réglementation la Bourse utilise de façon systématique les expressions « dépôts de marge » et « marge ». Il est également à noter que l'article 248 du projet de législation utilise l'expression « marge ».

Article 11

Le même commentaire que celui ci-dessus s'applique à l'alinéa 1 b) de cet article. Nous notons également que cet alinéa utilise à la fois les expressions « dépôts de couverture » et « marges ». L'utilisation de ces deux expressions nous apparaît redondante. Nous sommes donc d'avis qu'elles devraient toutes deux être remplacées par une seule et même expression, soit « dépôts de marge ».



Article 14

Le paragraphe 9 de cet article considère comme client qualifié « ... une personne inscrite ou antérieurement inscrite ... ». Il ne fait pas de doute pour nous qu'une personne inscrite devrait être considérée comme étant un client qualifié. Nous avons toutefois des réserves quant à l'inclusion dans cette définition des personnes antérieurement inscrites. Nous sommes d'avis qu'une limitation de temps devrait être précisée pour cette catégorie de personnes. En effet, le secteur des valeurs mobilières est caractérisé par un taux de roulement passablement élevé. Ainsi, plusieurs personnes tentent de faire carrière dans ce domaine mais le quittent par la suite en raison de difficultés à performer de façon suffisamment acceptable pour être retenues par les firmes. De plus, compte tenu des changements très rapides qui surviennent dans les marchés des capitaux (nouvelles pratiques, nouveaux produits, changements réglementaires, etc.) toute personne ayant quitté ce secteur d'activités depuis un certain nombre d'années devient assez rapidement dépassée. Par exemple, nous voyons mal comment un représentant ayant quitté le domaine des valeurs mobilières depuis 10 ou 15 ans pourrait être considéré comme étant un client qualifié. Nous sommes donc d'avis qu'une période de temps précise, au-delà de laquelle la personne ne serait plus considérée comme un client qualifié, devrait être établie à compter de la date de radiation de cette personne.

Rappelons qu'une approche semblable est utilisée dans le cas des exigences de formation des représentants (voir Principe directeur No. 6 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'« ACCOVAM »)). Tout représentant ayant quitté le domaine depuis moins de trois ans et désirant y revenir dans la même catégorie d'inscription est dispensé d'avoir à refaire les cours requis pour une telle inscription. Au-delà de cette période de trois ans, la personne est considérée ne plus avoir toutes les connaissances nécessaires et doit donc refaire tous les cours requis pour son inscription. Nous croyons qu'une approche semblable devrait être utilisée pour déterminer si une personne antérieurement inscrite peut être considérée ou non comme un client qualifié.

Articles 36 et 143

L'article 36 de la proposition de législation prévoit la possibilité pour une entité reconnue, telle qu'une bourse, de prendre une décision ou une ordonnance provisoire lorsqu'il existe une situation d'urgence. L'article 143 contient des dispositions semblables relativement à une décision ou ordonnance de l'Autorité ou d'un délégué de l'Autorité.

La Section IV de la Règle Quatre de la Bourse (Procédures sommaires, articles 4301 et ss.) prévoit également la possibilité pour la Bourse de prendre une décision provisoire lorsque jugé nécessaire en raison de circonstances particulières. Nous constatons toutefois certaines différences entre les dispositions des articles 36 et 143 et celles que l'on retrouve à la Règle Quatre de la Bourse.



Ainsi, alors que les Règles de la Bourse spécifient clairement que toute décision provisoire doit être assortie d'un avis de convocation à une audition, les articles 36 et 143 sont silencieux quant à la façon dont doivent être entendues les observations de la personne visée. De plus, alors que les articles 36 et 143 stipulent que la décision ou ordonnance doit être valable pour une période d'au plus 15 jours, sans préciser s'il s'agit de jours ouvrables ou de calendrier, le libellé des Règles de la Bourse indique clairement que les jours sont comptés en jours ouvrables. La Bourse estime que tout délai devrait être compté en jours ouvrables et non en jours de calendrier.

Finalement, le troisième paragraphe des articles 36 et 143 stipule que la personne visée peut faire part de ses observations dans les 6 jours de sa réception de la décision ou de l'ordonnance. Il n'est toujours pas précisé s'il s'agit de jours ouvrables ou de calendriers. Aussi, ce délai s'avère à notre sens trop court, tout particulièrement s'il s'agit de jours de calendrier. De plus, il ne correspond pas au délai accordé par les Règles de la Bourse aux personnes visées par une décision ou faisant l'objet d'une plainte de la part de la Bourse. En effet, selon la réglementation de la Bourse, ce délai est de 10 jours ouvrables.

À notre connaissance, la réglementation de l'ACCOVAM prévoit à maints égards des délais qui sont identiques à ceux que l'on retrouve dans la réglementation de la Bourse.

Ces différences entre le libellé des articles 36 et 143 de la proposition de législation et celui des Règles actuelles de la Bourse risque, selon nous, de possiblement créer des situations où une entité reconnue se retrouverait en état de contravention de la législation et ce malgré le fait qu'elle agisse en conformité avec sa propre réglementation.

La Bourse est donc d'avis que les délais prévus à l'article 36 de la proposition de législation devraient être établis en tenant compte de la réglementation existante des diverses organisations détenant actuellement un statut d'organisme d'autorégulation reconnu et ce afin d'éliminer, ou à tout le moins de minimiser, tout écart entre les délais prévus par la loi et ceux prévus dans la réglementation des organismes d'autorégulation reconnus.

Article 46

La Bourse est tout à fait d'accord avec l'exigence à l'effet qu'un marché organisé doit faire en sorte que les participants à ce marché puissent s'acquitter de leur obligation de meilleure exécution des ordres. Toutefois, les participants au marché ont également l'obligation de se conformer avec diverses autres règles de négociation. Ces deux obligations ne peuvent être dissociées; un participant à un marché organisé ne devant pas avoir la possibilité de justifier le non respect d'une règle de négociation sous prétexte qu'il voulait assurer une meilleure exécution à son client. Afin d'éliminer tout risque d'interprétation incorrecte de l'obligation de meilleure exécution prévue à l'article 46 de la proposition de législation, la Bourse est d'avis que le texte de l'article en question devrait préciser que cette obligation est sous réserve des règles spécifiques applicables à ce marché organisé.



Article 53

Cet article réfère aux articles 277 et 278 de la proposition de législation. La référence à l'article 277 nous apparaît logique car cet article réfère au fait qu'un règlement peut conférer un pouvoir discrétionnaire à l'Autorité. Toutefois, nous ne voyons pas la pertinence de référer à l'article 278 car ce dernier ne fait que stipuler qu'un projet de règlement et/ou un règlement doivent être publiés au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (l « Autorité »).

Articles 87, 115, 116 et 117

L'article 87 nous semble manquer de clarté et également limiter les pouvoirs de l'Autorité en matière de communication de renseignements notamment en vertu des articles 115 et suivants de la proposition de législation. Ainsi, il n'est pas précisé dans cet article quels sont les destinataires de l'information qui est communiquée. Vise-t-on les autorités judiciaires ou policières, d'autres régulateurs en matière de valeurs mobilières ou d'instruments dérivés, un organisme d'autoréglementation? Par ailleurs, le fait que l'Autorité soit tenue d'obtenir le consentement du courtier ou du conseiller en dérivés avant de communiquer un dossier de plaintes nous apparaît constituer une sérieuse limitation aux pouvoirs de l'Autorité en matière de communication de l'information. Nous pensons tout particulièrement aux dossiers qui font ressortir des infractions de nature criminelle pouvant nécessiter l'intervention des autorités judiciaires ou policières. Est-ce à dire que dans un tel cas il serait impossible à l'Autorité de communiquer quelque information que ce soit à ces autorités sans avoir obtenu au préalable le consentement du courtier ou conseiller? Si un tel consentement est refusé, il nous semble que l'Autorité se trouverait dans une situation très inconfortable puisque malgré le fait qu'elle soit en possession d'informations démontrant des infractions à des lois ou règlements qui ne relèvent pas de sa compétence, il lui serait impossible de communiquer ces informations aux autorités responsables de l'application de ces autres lois ou règlements.

Par conséquent, nous croyons qu'il devrait y avoir dispense de l'obligation d'obtenir un consentement formel lorsque les circonstances justifient une telle dispense.

Par ailleurs, la Bourse juge important de souligner le fait que les organismes d'autoréglementation (« OAR ») actuellement reconnus sont également appelés à partager de l'information dans le cadre de leurs activités de surveillance et de réglementation des marchés. Un tel partage d'information s'est toujours avéré problématique entre OAR en raison des restrictions imposées par la législation portant sur la protection des renseignements personnels. La signature d'ententes de partage de l'information entre OAR ne règle le problème que de façon très superficielle puisque nonobstant de telles ententes, les OAR ne peuvent essentiellement s'échanger de l'information que sur les personnes morales et physiques qu'elles ont approuvées puisque ces personnes, en vertu de leur contrat d'adhésion et/ou demande d'approbation, ont formellement consenti à un tel échange d'information. Par contre, si la personne visée par l'information n'est pas membre de l'OAR ou n'a pas été approuvée par celui-ci, la communication d'information concernant cette personne devient à toute fin pratique



impossible. Un tel état de fait a pour conséquence de nuire à l'échange d'information et, par conséquent, à la mise en application de la réglementation.

Afin de pallier en partie à ce problème, la Bourse estime qu'il serait opportun que les dispositions des articles 115 et suivants de la proposition de législation soient étendues aux entités réglementées reconnues.

Finalement, nous nous interrogeons sur la pertinence de limiter l'application du deuxième alinéa de l'article 115 aux seuls renseignements concernant « ... *un participant, une personne visée à l'article 186, le vérificateur d'un participant, une personne qui doit faire l'objet d'une inscription visée au titre III, un dirigeant, un administrateur, un initié ou une personne exerçant même indirectement une influence importante sur une personne inscrite, une entité réglementée reconnue* ... », alors que les premier, troisième et quatrième alinéas de cet article ont une portée beaucoup plus large.

Article 92

Le dernier alinéa de cet article stipule que malgré la radiation d'une personne inscrite, l'Autorité demeure compétente à l'égard des actes antérieurs à cette radiation. Il n'est toutefois précisé aucun délai quant à la durée d'une telle compétence. À cet égard, les Règles de la Bourse limitent ce délai à trois (3) ans suivant la date de la fin de l'approbation d'une personne approuvée. Il importe de noter que ce délai de trois ans est pour les fins d'initiation d'un processus disciplinaire. Si un tel processus est initié à l'intérieur de ce délai, la Bourse conserve sa compétence sur la personne visée quant aux gestes reprochés tant et aussi longtemps que le processus disciplinaire n'est pas complété. La Bourse est d'avis qu'il devrait y avoir une limitation quant à la période pendant laquelle l'Autorité demeure compétente suite à une radiation et qu'un tel délai devrait se situer dans une fourchette de trois à cinq ans après la date de radiation.

Article 98

Le dernier alinéa réfère à la fois aux exigences de dépôt de couverture ou de marge. En pratique, « dépôt de couverture » et « marge » signifient exactement la même chose et nous sommes donc d'avis qu'il y a redondance dans le texte. Par ailleurs, tel qu'exprimé dans notre commentaire précédent sur l'article 6 de la proposition de législation, nous prôtons l'utilisation de « marge » plutôt que « dépôt de couverture ».

Article 150

L'article 150 permet à l'Autorité de faire homologuer par un tribunal compétent toute décision finale de l'Autorité. La Bourse a déjà pu, par le passé faire homologuer une décision de nature disciplinaire et ce malgré le fait qu'il n'existe présentement aucune disposition législative ou



réglementaire prévoyant la possibilité pour un organisme d'autoréglementation de faire homologuer une décision par un tribunal.

L'homologation nous apparaît comme un outil important pour permettre aux organismes d'autoréglementation d'appliquer la réglementation avec davantage de force. Trop souvent les personnes faisant l'objet de sanctions n'œuvrent plus dans le domaine des valeurs mobilières (y compris les dérivés) et il s'avère alors pratiquement impossible d'encaisser les amendes imposées. Dans de tels cas, la sanction monétaire imposée devient davantage symbolique qu'autre chose et l'effet de dissuasion est réduit de façon très significative. L'homologation a comme énorme avantage de rendre une sanction exécutoire et ce sous l'autorité d'un tribunal.

La Bourse est donc d'avis que l'homologation d'une décision par un tribunal compétent ne devrait pas seulement être possible pour l'Autorité mais également pour toute entité réglementée reconnue par celle-ci lorsqu'une telle décision est rendue par un comité de discipline de l'entité ou par son instance d'appel.

Article 155

En vertu des dispositions contenues à l'article 155 de la proposition de législation, une personne directement affectée par une décision de l'Autorité, d'un délégué ou d'une entité réglementée reconnue peut en appeler de cette décision auprès du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (« BDRVM »).

De plus, une entité réglementée peut en appeler auprès du BDRVM d'une décision rendue à son encontre par l'Autorité.

Par contre, il n'existe aucune disposition permettant à une entité réglementée reconnue d'en appeler d'une décision rendue par un comité de cette entité.

Compte tenu notamment des motifs exprimés par la Cour d'appel de l'Alberta (*Bahcheli v. Alberta Securities Commission, 2007 ABCA 166*), la Bourse est d'avis que le BDRVM devrait également être habilité à entendre l'appel d'une entité réglementée reconnue relativement à une décision rendue par un comité de cette entité, notamment par un comité de discipline.

Dans le cas mentionné ci-dessus, le Conseil de Section albertain de l'ACCOVAM avait rejeté une plainte déposée par le personnel l'ACCOVAM contre une personne approuvée. L'ACCOVAM a déposé une demande d'appel de cette décision du Conseil auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta, laquelle a accepté d'entendre l'appel. Le représentant visé par la plainte s'est alors adressé à la Cour d'Appel de l'Alberta afin de contester la décision de la Commission d'accepter d'entendre l'appel. La Cour a donné raison au représentant au motif que la loi des valeurs mobilières de l'Alberta ne contenait aucune disposition permettant à une personne (en l'occurrence l'ACCOVAM) d'en appeler d'une décision rendue par un de ses comités (en l'occurrence le Conseil de Section de l'Alberta).

Selon le tribunal, pour que l'ACCOVAM puisse avoir un droit d'appel de la décision rendue par son Conseil de Section, il aurait fallu que la loi contienne une disposition expresse permettant un tel appel.

Bien que les cas où une entité réglementée reconnue désire en appeler d'une décision rendue par un de ses comités soient relativement rares, nous sommes d'avis que la législation devrait prévoir une telle possibilité relativement à des dossiers de nature disciplinaire et nous recommandons donc qu'une disposition à cet effet soit ajoutée à l'article 155.

Article 168

Nous croyons que le texte de l'article 168 de la proposition de législation pourrait poser d'éventuels problèmes d'interprétation. Habituellement et en autant que nous sachions, le BDRVM enregistre tous les témoignages lors d'auditions. La présente version de cet article pourrait nous laisser croire que le BDRVM n'enregistre les témoignages que lorsqu'une personne à être entendue le désire en contrepartie d'un paiement. L'ajout des mots « recorded copy of the testimony » en anglais et « copie de l'enregistrement des témoignages » en français pourrait clarifier le sens de cet article car nous croyons que l'intention visée par celui-ci est de permettre que des copies de tels enregistrements soient disponibles moyennant le paiement des frais afférents à la production de telles copies.

Article 213

Les paragraphes 4 et 5 de l'article 213 de la proposition de législation permettent, entre autres, suivant une requête par l'Autorité auprès du BDRVM, l'annulation de toute opération conclue par une personne relativement à des opérations sur dérivés. En ce qui concerne les instruments dérivés inscrits en bourse, nous croyons qu'il n'est pas possible d'annuler ce type de transaction une fois le processus de compensation engagé. Lorsqu'il y a compensation d'un contrat par une chambre de compensation, il y a novation de contrat, la chambre de compensation se substituant à la contrepartie. Si une telle annulation était possible, elle pourrait possiblement causer un préjudice non seulement à la nouvelle contrepartie qu'est la chambre de compensation, mais également à l'ensemble des membres de la chambre de compensation.

Par ailleurs, le paragraphe 7 de ce même article prévoit la disposition d'une manière donnée du produit de la liquidation d'une position de dérivés. La liquidation d'une telle position n'entraîne pas nécessairement l'encaissement d'un produit comme c'est le cas lorsqu'une valeur mobilière est liquidée. En effet, elle peut résulter en une perte se traduisant par un déboursé à effectuer.

Nous sommes d'avis que les textes des paragraphes mentionnés ci-dessus ne reflètent pas adéquatement, en ce qui concerne l'annulation ou la liquidation de positions de dérivés, le fait qu'un instrument dérivé ne peut pas être traité de la même façon qu'une valeur mobilière



ordinaire et qu'il y aurait donc lieu de reformuler les textes en question pour mieux tenir compte des contraintes particulières aux instruments dérivés quant à leur annulation et à leur liquidation.

Articles 242 et suivants

Il est surprenant de constater que l'infraction dont il est question à l'article 244 est passible des sanctions stipulées aux articles 254 (amende maximale de 5 000 000\$) et 258 (emprisonnement maximal de 5 ans moins 1 jour), alors que pour l'infraction similaire prévue à l'article 245, la seule amende applicable est celle de nature générale stipulée à l'article 252 (amende maximale de 20 000\$ dans le cas d'une personne physique et de 50 000\$ dans les autres cas), en plus de la peine prévue à l'article 258. Selon nous les deux types d'infraction sont aussi graves l'un que l'autre et nous ne comprenons pas pourquoi il existe un tel écart entre les sanctions maximales prévues, d'autant plus que la peine de prison maximale est identique dans les deux cas.

De la même façon, la Bourse s'interroge sur la pertinence de procéder à une distinction entre les infractions prévues aux articles 244 et 245, aux fins de la prescription faisant l'objet de l'article 261.

Article 273

En vertu du paragraphe 24 de l'article 273 de la proposition de législation, l'Autorité peut établir des règles de fonctionnement d'un marché de dérivés de gré à gré. Le marché de dérivés de gré à gré inclut les opérations pour compte propre d'institutions ou de particuliers.

Le document de consultation portant sur l'encadrement des marchés des dérivés au Québec publié par l'Autorité en mai 2006, mentionnait, à la 2^{ème} page du sommaire au début du document, ce qui suit : « *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* ».

À la lumière de ce qui précède, il nous apparaît clair que l'Autorité n'a pas l'intention de réglementer le marché des dérivés de gré à gré lorsque des opérations sont effectuées entre personnes averties mais que par contre elle veut réglementer ce marché si les participants à ces opérations ne sont pas des personnes averties. Notre compréhension est donc à l'effet que le paragraphe 24 vise essentiellement à donner à l'Autorité la capacité de réglementer le marché de gré à gré, mais uniquement lorsque les participants à ce marché ne se qualifient pas comme personnes averties. Afin de clarifier cette intention, nous suggérons l'ajout suivant au texte du paragraphe 24 : « ... d'un marché de dérivés de gré à gré destiné à des personnes autres que des personnes averties ».



PROPOSITION DE RÉGLEMENTATION SUR LES DÉRIVÉS

Nous constatons que la proposition de réglementation réfère abondamment à l'ACCOVAM. Cette expression est d'ailleurs définie à l'article 1 de la proposition de réglementation. Bien que l'ACCOVAM soit effectivement à l'heure actuelle le seul organisme d'autoréglementation reconnu par l'Autorité en ce qui a trait aux questions de « réglementation de membres », la Bourse a certaines réserves quant au fait que la proposition de réglementation réfère de façon aussi spécifique à cet organisme. Ainsi, advenant le cas où l'ACCOVAM déciderait de changer son nom ou advenant la reconnaissance par l'Autorité d'un nouvel organisme d'autoréglementation exerçant les mêmes activités que l'ACCOVAM, il s'avèrerait alors nécessaire de modifier la réglementation en conséquence. Bien que les modifications nécessaires seraient probablement très peu complexes, le fait demeure qu'il s'agit généralement d'un processus relativement lourd et long.

La Bourse pense qu'il serait plus approprié d'utiliser un terme générique pour désigner l'organisme d'autoréglementation auquel la réglementation désire référer. Par exemple, aux articles 12 et 15 de la proposition de réglementation, le texte, au lieu de référer spécifiquement à l'ACCOVAM, pourrait référer à « *l'organisme d'autoréglementation reconnu à cette fin par l'Autorité* ».

Article 1

En vertu de l'article 1 de la proposition de réglementation, la définition du mot « marchandise » se lit comme suit : « *un produit agricole, forestier, de la mer, minéral, gazier ou énergétique, ainsi que les matières premières, métaux, pierres précieuses et pierres fines, que ce soit dans l'état d'origine ou après transformation* ».

La Règle 14-502 (« *Designation of Additional Commodities* ») de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a permis d'ajouter à la liste des marchandises décrite à l'article 1 du *Commodity Futures Act* le produit suivant: « *A product based on environmental quality, including emissions or emissions credits* ». En se basant sur ce principe, la Bourse considère le contrat à terme portant sur les unités d'équivalent en dioxyde de carbone (CO₂e) qu'elle a éventuellement l'intention d'inscrire à la cote comme étant un contrat à terme sur marchandise (*commodity*). Nous sommes donc d'avis que la définition du mot « marchandise » devrait être modifiée pour inclure ces unités.

Par ailleurs, à la définition du mot « option » l'alinéa 1 stipule « ... *recevoir une somme déterminable par référence à un quantité déterminée de sous-jacent* ».

Dans notre commentaire sur l'article 1 de la proposition de législation, nous suggérons de modifier la définition de ce qu'est un dérivé afin d'y inclure les dérivés de type binaire, c.-à-d. ceux dont le règlement final est fonction de la réalisation ou non d'un événement donné.



En relation avec cette suggestion, il y aurait également lieu, selon nous, d'ajouter à la définition du mot « option » une spécification à l'effet que la somme à recevoir peut également être déterminable par référence à la réalisation ou à la non-réalisation d'un évènement.

Finalement, il y aurait aussi lieu de déterminer s'il serait nécessaire de modifier les définitions des expressions « position acheteur » et « position vendeur » qu'on retrouve dans ce même article pour faire en sorte que ces définitions incorporent également les dérivés binaires.

Article 4

Cet article énonce que l'entité réglementée soumet à une consultation publique d'au moins 30 jours les règles régissant, notamment, les activités de compensation d'opérations sur dérivés. Il pourrait s'avérer possible qu'une chambre de compensation compense également des valeurs mobilières. Une telle possibilité soulève la question suivante : quelle loi s'appliquerait à une chambre de compensation compensant à la fois des dérivés et des valeurs mobilières? L'Autorité devrait donc s'assurer que la législation couvrant les valeurs mobilières et celle des dérivés, en ce qui a trait aux activités de compensation, ne se contredisent pas et sont bien harmonisées.

Article 8

L'article 8 stipule qu'en cas d'urgence, la consultation publique exigée par l'article 4 n'est pas requise lors de l'adoption de nouvelles règles. La question est de savoir ce qui constitue un cas d'urgence. Il y aurait peut-être lieu de préciser davantage ce concept afin de minimiser les risques d'interprétation et d'application des dispositions de l'article 8.

Article 10

L'article 10 porte sur l'autocertification de nouveaux produits dérivés, concept avec lequel la Bourse est tout à fait d'accord. Il n'est pas clair toutefois si les dispositions de l'article 10 s'appliquent à tout nouveau produit quel qu'il soit ou si elles se limitent aux seuls produits dont les caractéristiques sont relativement semblables à des produits déjà existants de l'entité réglementée.

Par exemple, l'Autorité a récemment approuvé un nouveau contrat à terme de la Bourse portant sur les obligations de 30 ans du gouvernement du Canada. Les caractéristiques de ce nouveau contrat sont essentiellement identiques à celles des contrats à terme sur obligations du gouvernement du Canada déjà existants (2 ans et 10 ans), la seule différence étant l'échéance de l'obligation sous-jacente au contrat. Un tel contrat à terme serait de toute évidence aisément admissible à l'autocertification puisqu'il ne constitue qu'un ajout à une gamme de contrats de même nature qui existent déjà.



Par contre, lorsqu'il s'agit de nouveaux produits visant à créer un marché entièrement nouveau ou à entrer dans un marché déjà existant mais sur lequel l'entité réglementée n'exerçait aucune activité, la question est de savoir si les dispositions de l'article 10 seraient toujours applicables.

Il y aurait donc peut-être lieu, afin de minimiser les difficultés d'interprétation et d'application de l'article 10 de considérer la possibilité de préciser de façon générale quels sont les dérivés éligibles à l'autocertification et lesquels ne le sont pas.

Par ailleurs, selon certaines explications qui nous ont été fournies, il semblerait que l'autocertification de nouveaux produits ne s'appliquerait que lorsque ces nouveaux produits ne nécessitent pas de modifications réglementaires. Ceci signifie qu'en vertu de la structure actuelle des Règles de la Bourse, l'autocertification serait impossible et ce en raison du fait que les caractéristiques de tous les instruments dérivés inscrits à la Bourse sont spécifiées dans les Règles de la Bourse. C'est donc dire qu'à chaque fois que la Bourse désire ajouter un nouvel instrument dérivé à sa gamme de produits, il doit nécessairement y avoir modification des Règles afin d'y incorporer les caractéristiques du nouvel instrument. Comme il y a modification réglementaire, l'autocertification ne serait donc pas permise et il en serait ainsi pour tout nouvel instrument dérivé que désirerait lancer la Bourse. Si tel est le cas, l'autocertification ne demeurerait donc qu'un principe qui, dans la pratique, s'avèrerait impossible à appliquer.

Nous comprenons que si un nouvel instrument dérivé nécessite que des modifications aux Règles de négociation existantes soit effectuées, alors l'autocertification de ce nouveau produit ne serait pas possible. Si, par contre, les modifications réglementaires ne visent qu'à incorporer les caractéristiques du produit dans la réglementation, alors l'autocertification devrait demeurer possible.

Il nous apparaît donc primordial que l'Autorité précise davantage dans quelles circonstances l'autocertification de nouveaux produits ne serait pas permise.

Titre IV, Chapitre 1, Section 2 – Qualités requises - § 1. – Formation et expérience

Le document de consultation du 1^{er} mai 2006 portant sur l'encadrement des marchés des dérivés au Québec recommandait 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 » (p. 106). On pouvait également y lire qu' : « 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 ».



La Bourse est tout à fait d'accord avec cette déclaration de principes. Toutefois, les propositions de législation et de réglementation ne semblent pas avoir retenu ce principe, ne proposent aucun mécanisme pour assurer le renforcement des connaissances et compétences des conseillers en ce qui a trait aux dérivés et ne modifient aucunement les normes de compétences de base en vue d'y incorporer le cours sur les options.

La Bourse recommande donc à l'Autorité de poursuivre une approche plus proactive dans ce dossier, et de prendre des mesures concrètes auprès des ACVM et des OAR pour inclure les options dans les normes de compétences de base. Une telle inclusion serait entièrement consistante avec les objectifs de la proposition de législation, et améliorerait grandement l'accès des investisseurs à des outils de gestion du risque.

Article 23

L'article 23 précise quelles sont les exigences pour agir à titre de chef de la conformité en dérivés d'un conseiller en dérivés. Il est à noter que dans le cas des courtiers en dérivés, ceux-ci doivent être membres de l'ACCOVAM. Cette dernière fixe les exigences auxquelles doit se conformer toute personne désirant être approuvée comme chef de la conformité pour un courtier. Les exigences de l'ACCOVAM relativement à l'approbation d'une personne à titre de chef de la conformité sont essentiellement les suivantes :

- la personne doit être un dirigeant du courtier;
- elle doit avoir réussi le cours prescrit par l'ACCOVAM à l'intention des associés, administrateurs et dirigeants;
- elle doit avoir réussi le cours prescrit par l'ACCOVAM à l'intention des chefs de la conformité; et
- dans le cas des instruments dérivés, elle doit avoir réussi les cours relatifs aux instruments dérivés (options et/ou contrats à terme) qui sont prescrits pour agir soit à titre de responsable des contrats d'options ou de responsable des contrats à terme et options sur contrats à terme.

L'ACCOVAM n'a pas, à notre connaissance, d'exigences spécifiques en ce qui concerne l'expérience professionnelle ou la détention de titre(s) professionnel(s) du candidat. Chaque demande est évaluée à son mérite et l'ACCOVAM a l'entière discrétion de refuser d'approuver un candidat au titre de chef de la conformité si elle estime que cette personne, malgré le fait qu'elle satisfasse toutes les conditions mentionnées ci-dessus, ne dispose pas d'une expérience ou d'une formation suffisante pour occuper un tel poste.

Dans un tel contexte, nous nous interrogeons sur les raisons pour lesquelles les conditions à satisfaire pour agir à titre de chef de la conformité d'un conseiller ne sont pas identiques à celles établies par l'ACCOVAM relativement au titre de chef de la conformité d'un courtier.



L'harmonisation des exigences de l'article 23 avec celles de l'ACCOVAM permettrait non seulement de simplifier l'interprétation et l'application de ces exigences mais également d'éliminer certaines inconsistances entre les exigences que l'on retrouve à chacun des alinéas de l'article.

Par exemple, tel que mentionné à l'alinéa 1 de l'article 23, une personne peut être approuvée comme chef de la conformité d'un conseiller simplement si elle a déjà été inscrite comme représentant-conseil de ce conseiller. Cette exigence nous apparaît considérablement moindre que celles que l'on retrouve dans les alinéas suivants de cet article, de même que celles établies par l'ACCOVAM et ce pour les raisons suivantes :

- contrairement aux exigences que l'on retrouve aux alinéas 2 et 3 de l'article 23, cette personne ne semble être assujettie à aucune exigence particulière en matière de réussite de cours;
- contrairement aux exigences de ces mêmes alinéas 2 et 3, la personne visée par l'alinéa 1 ne semble être assujettie à aucune exigence particulière quant au nombre d'années d'expérience;
- les alinéas 2 et 3 exigent la réussite des cours prescrits par l'ACCOVAM pour les dirigeants, ce qui laisse sous-entendre que la personne qui ne satisfait pas la condition établie à l'alinéa 1 mais qui satisfait par contre les exigences des alinéas 2 ou 3 doit également être un dirigeant du conseiller. Il semble donc qu'un candidat satisfaisant l'alinéa 1 pourrait être approuvé comme chef de la conformité sans être approuvé comme dirigeant alors que tout autre candidat devrait également être approuvé comme dirigeant. Il est à noter que l'ACCOVAM exige que le chef de la conformité d'un courtier soit également approuvé comme dirigeant.

Il est également curieux que le texte de l'alinéa 1 utilise l'expression « a déjà été inscrite », ce qui pourrait porter à croire que même une personne qui n'est plus inscrite pourrait possiblement être désignée comme chef de la conformité.

Nous pensons également que les exigences d'expérience établies aux alinéas 2 et 3 de l'article 23 sont trop contraignantes. Ces exigences requièrent entre autre que la personne ait été employée par un courtier ou un conseiller pendant une période variant entre 1 et 5 ans. Bien que l'expérience auprès d'un courtier ou d'un conseiller constitue effectivement un atout important pour tout candidat au titre de chef de la conformité, les exigences d'expérience, si elles sont maintenues dans la réglementation, devraient être libellées de façon à ce qu'il soit possible pour des candidats n'ayant pas été employés par un courtier ou conseiller mais possédant par contre une expérience et une expertise reconnues acquises ailleurs qu'auprès d'un courtier ou conseiller d'être approuvés comme chef de la conformité.



Articles 33 et suivants – Dispenses d'inscriptions

La Bourse est d'avis que les articles 33 et suivants de la proposition de réglementation portant sur les dispenses d'inscription de même que le Règlement 31-103 portant sur les obligations d'inscription omettent de tenir compte d'un aspect du marché des dérivés qui nous apparaît très important.

En effet, on constate que sur les marchés de dérivés étrangers et tout particulièrement sur le marché américain, une catégorie particulière de participants du marché a contribué de façon significative à la croissance de ces marchés au cours des dernières années. Il s'agit des firmes qui négocient pour leur compte propre (« *proprietary trading firms* »). Ce type de firme ne fait aucunement affaire avec des clients et ne négocie que ses propres fonds et ce essentiellement à des fins spéculatives avec, comme objectif, d'accroître le capital des actionnaires de la firme.

Aux États-Unis ce type de firme contribue de façon significative à la liquidité des marchés de dérivés et tout particulièrement à celui des contrats à terme. De plus, ces firmes bénéficient d'un régime réglementaire très léger caractérisé principalement par le fait qu'elles n'ont pas l'obligation, étant donné qu'elles ne font pas affaire avec des clients, de s'inscrire auprès de la Commodity Futures Trading Commission ni de devenir membre d'un organisme d'autoréglementation tel que la National Futures Association. Il est également possible pour ces firmes de devenir « membre » d'une bourse de dérivés.

Au Canada, ce type de firme n'existe pas à toute fin pratique et ce principalement en raison du fait que le régime d'inscription ne favorise pas l'émergence de ce type d'opération. En effet, pour pouvoir exercer ce type d'activité, la firme doit se soumettre à un régime d'inscription qui ne fait pas vraiment de distinction entre l'entité qui transige avec des clients et celle qui ne transige que ses fonds propres.

Le Règlement 31-103 portant sur les obligations d'inscription prévoit une dispense d'inscription pour toute personne physique qui ne négocie que pour son propre compte mais ne prévoit pas une telle dispense s'il s'agit d'une personne morale.

Nous croyons que tout comme c'est le cas sur les marchés de dérivés étrangers, la mise sur pied au Québec de firmes transigeant sur le marché des produits dérivés pour leur propre compte pourrait contribuer de façon significative au développement de ce marché. Mais pour que de telles firmes voient le jour et qu'elles s'implantent sur notre marché, il est absolument nécessaire qu'elles puissent bénéficier d'un régime réglementaire aussi léger que possible.

Nous sommes donc d'avis que les firmes ne transigeant que pour leur propre compte devraient bénéficier de la même dispense d'inscription que toute personne physique qui ne transige que pour son propre compte. Tout comme c'est le cas pour les personnes physiques, les firmes qui ne transigent que pour leur propre compte n'exercent pas, à notre avis, une activité de courtier



ou de conseiller et ce pour les mêmes raisons que celles invoquées dans le cas des personnes physiques par l'Instruction générale qui accompagne le Règlement 31-103, c'est-à-dire :

- i) elles ne sont pas rémunérées pour l'exercice de leur activité;
- ii) elles ne font aucun démarchage relativement à l'activité qu'elles exercent;
- iii) elles n'agissent pas à titre d'intermédiaires; et
- iv) elles ne se présentent pas comme exerçant l'activité de courtier.

Si l'Autorité a des préoccupations quelconques face à ce type de firme, une solution possible serait peut-être de faire en sorte que de telles firmes fassent l'objet d'une dispense spécifique accordée par voie de décision de l'Autorité et que cette dispense soit assortie d'une obligation de se soumettre à la juridiction de l'Autorité pour toute question relative aux activités de négociation de ces firmes. Quoi qu'il en soit, il existe sûrement un moyen de faire en sorte que ce type d'opération soit intéressé à s'implanter au Québec et qu'il soit possible d'appliquer un régime d'inscription qui permette à la fois d'alléger les exigences tout en conservant pour l'Autorité un certain droit de regard sur les activités de la firme.

Article 36

L'article 36 de la proposition de réglementation stipule qu'un courtier qui gère un portefeuille pour un client en vertu d'un mandat discrétionnaire n'est pas tenu de s'inscrire comme conseiller en autant qu'il soit membre de l'ACCOVAM.

Cette disposition nous apparaît quelque peu redondante. En effet, pour qu'un courtier puisse être inscrit, il doit nécessairement être membre de l'ACCOVAM (article 12). Par ailleurs, si l'ACCOVAM révoque ou suspend le statut de membre du courtier, son inscription à titre de courtier auprès de l'Autorité sera suspendue (article 52). Nous ne voyons donc pas l'utilité de cette condition de l'article 36.

Par ailleurs, pour des raisons d'ordre pratique, nous croyons que les références spécifiques à des règlements et principes directeurs de l'ACCOVAM (ou à des parties spécifiques de ces principes) que l'on retrouve à la fin de l'article 36 devraient être remplacées par des références de nature plus générale afin d'éviter d'avoir à corriger ces références dans la réglementation à chaque fois qu'une modification est apportée par l'ACCOVAM aux règlements et principes directeurs concernés, que de nouveaux règlements ou principes directeurs sont ajoutés ou qu'il y a abrogation de l'un de ceux-ci.

Article 46

L'article 46 de la proposition de réglementation stipule que lorsque l'Autorité demande une vérification ou un examen au vérificateur du courtier, le rapport doit lui être transmis « *dès que possible* ». Cette formulation nous apparaît plutôt vague et ouvre la porte à des délais indus. Nous sommes d'avis que le règlement devrait être plus explicite en laissant clairement entendre



que de tels rapports doivent être fournis dans un délai établi d'avance (p. ex. : « ... dans les délais établis par l'Autorité »).

Article 50

L'article 50 de la proposition de réglementation énumère les activités qu'il est interdit d'exercer par une personne dont l'inscription est suspendue en raison de manquement aux obligations mentionnées aux articles 73 et 74 de la proposition de législation. Nous nous demandons pour quelle raison seuls les manquements aux articles 73 et 74 font l'objet d'une interdiction. Les articles 72, 75 à 86 et 89 de la proposition de législation réfèrent pourtant à des obligations qui sont, selon nous, tout aussi importantes que celles dont il est question aux articles 73 et 74. De plus, quelle que soit la raison pour laquelle l'inscription d'une personne est suspendue, celle-ci devrait se voir interdire l'exercice des activités dont il est question à l'article 50.

Nous notons par ailleurs que les activités interdites réfèrent au courtage en valeurs mobilières et au conseil en valeurs mobilières. Nous présumons que l'expression « valeurs mobilières » inclut également les dérivés.

Articles 56 et 57

L'article 56 énumère les conditions auxquelles doit se conformer une personne physique dont l'inscription est suspendue afin que cette inscription soit rétablie. L'une de ces conditions est que la personne doit transmettre à l'Autorité le formulaire de renseignements prescrit dans les 90 jours suivant la suspension.

L'article 57 précise quant à lui que l'inscription qui a été suspendue est radiée d'office au deuxième anniversaire de la suspension à moins qu'elle n'ait été rétablie.

La proposition de réglementation nous apparaît donc être totalement silencieuse en ce qui a trait à toute demande de rétablissement de l'inscription qui pourrait survenir entre la fin du délai de 90 jours mentionné à l'article 56 et la date de radiation d'office mentionnée à l'article 57.

Annexe C – Clauses de l'assurance d'institution financière

Nous notons que le mot « dérivés » a été utilisé à de nombreux endroits en remplacement du mot « titres » qui apparaît normalement dans le libellé de ce type d'assurance. La désignation des clauses d'assurance ainsi que la couverture offerte par chacune de ces clauses sont normalisées et nous ne croyons pas qu'elles puissent être changées. De plus, le fait de ne pas inclure les « titres » dans la couverture d'assurance aurait pour effet de réduire substantiellement la protection offerte par ce type de police.



Composition du conseil d'administration – Page 2 de la section « Proposition d'instructions générales : contenu préliminaire »

Malgré le fait que nous comprenons que l'Autorité peut vouloir que la communauté desservie par les entités réglementées soit adéquatement représentée sur le conseil d'administration de ces entités, cette obligation peut engendrer certaines difficultés pratiques. Pour assurer l'efficacité d'une entité réglementée, il est souhaitable de favoriser la composition du conseil d'administrateur par des membres ayant notamment une bonne connaissance relativement au marché, au fonctionnement d'une chambre de compensation, etc. Il nous semble également important que les membres du conseil d'administration aient les compétences financières et les connaissances du risque nécessaires à la bonne exécution de leur mandat. Nous sommes d'accord du fait que ces derniers doivent être indépendants face à l'entité réglementée.

Information périodique – Page 5 de la section « Propositions d'instructions générales : contenu préliminaire »

En vertu du paragraphe d) de cette section, une entité réglementée doit transmettre à l'Autorité sur une base continue « *tout avis, bulletin ou autre communication écrite qu'elle envoie à ses membres, participants ou adhérents* ».

La Bourse adhère au principe de transmission de documents auprès de l'Autorité. Toutefois, nous nous questionnons quant à la nécessité de transmettre tous types de communications à l'Autorité. Ceci aurait pour effet d'alourdir la transmission d'information, l'efficacité organisationnelle et les coûts. De plus, plusieurs communications sont présentement accessibles au public et à l'Autorité par l'entremise des sites Internet des entités réglementées.

Il n'est pas clair également de savoir si l'expression « communication écrite » inclut également les correspondances diverses qui peuvent s'échanger entre la Bourse et un participant agréé ou un groupe restreint de participants agréés ou si cette expression ne vise que les communications qui s'adressent à l'ensemble des participants

Nous croyons donc que les exigences relatives à la transmission des communications écrites à l'Autorité devraient être précisées davantage.

Surveillance du marché – Page 17 de la section « Propositions d'instructions générales : contenu préliminaire »

Le dernier paragraphe de cette section mentionne qu'une « *... Bourse devrait effectuer une surveillance occasionnelle pour s'assurer que l'intérêt en cours de dérivés livrables correspond à la quantité en circulation sur le marché physique, et ce, afin d'éviter une situation de liquidation forcée à des cours plus élevés dus à une pénurie du sous-jacent (« squeeze »)* ».



Il est certain qu'une Bourse se doit d'exercer une surveillance adéquate de l'intérêt en cours des dérivés livrables et ce tout particulièrement lorsque la période de livraison approche, mais l'objectif de s'assurer que cet intérêt en cours correspond à la quantité en circulation sur le marché physique n'est pas réaliste.

Par expérience, la Bourse sait fort bien que très souvent l'intérêt en cours excède de façon considérable la quantité en circulation sur le marché physique. Par exemple, en date du 1^{er} novembre 2007, l'intérêt en cours du contrat à terme CGB négocié sur la Bourse représentait une valeur sous-jacente de 26,4\$ milliards alors que l'encours des obligations livrables était de 20,6\$ milliards. Cette situation n'est pas exceptionnelle en soi. En fait, lorsqu'on regarde l'intérêt en cours du contrat à terme CGB au cours des deux dernières années, cet intérêt en cours a presque continuellement excédé l'encours des obligations livrables.

Cette situation n'est pas non plus spécifique à la Bourse. Par exemple, l'intérêt en cours des contrats sur obligations qui sont négociés sur le Chicago Board of Trade excède régulièrement la quantité d'obligations livrables disponibles sur le marché physique et ce dans des proportions beaucoup plus élevées que l'exemple ci-dessus.

Le fait que l'intérêt en cours des dérivés excède la quantité en circulation sur le marché physique nécessite certes une surveillance rapprochée, mais cette situation ne cause généralement pas de problèmes. Par conséquent, l'idée de limiter l'intérêt en cours à la quantité en circulation sur le marché physique est inappropriée selon nous et ce pour plusieurs raisons.

La première de ces raisons est que seule une minorité de détenteurs de positions dans des dérivés livrables a l'intention de livrer ou de prendre livraison de la valeur sous-jacente. L'expérience démontre qu'en moyenne il n'y a livraison que sur 10% à 15% des dérivés livrables qui sont en cours. Les autres détenteurs de positions ferment celles-ci ou les roulent dans une nouvelle échéance avant le début de la période d'avis de livraison.

Deuxièmement, les détenteurs de positions dans des dérivés livrables sont principalement des contrepartistes véritables dont l'objectif en prenant position dans ces dérivés est d'abord et avant tout de couvrir un risque de prix ou de taux. Ces opérations de couverture ne sont qu'occasionnellement effectuées en vue d'une livraison. Quant aux spéculateurs, ceux-ci ne vont habituellement jamais en livraison et ils s'organisent donc pour liquider leurs positions avant qu'elles ne deviennent livrables.

Finalement, advenant le cas où il s'avèrerait que les dérivés appelés à la livraison représentent une quantité supérieure à celle disponible sur le marché physique, les bourses en général et leurs corporations de compensation (y compris la Bourse et la CDCC) ont en place des règles et mécanismes permettant d'assurer la fermeture et le règlement ordonnés des positions. Ces mécanismes peuvent permettre, au besoin, que le règlement final de ces dérivés s'effectue en



tout ou en partie au comptant. Une telle situation ne s'est jamais produite à la Bourse et nous n'avons pas connaissance qu'elle se soit produite ailleurs non plus.

Conclusion

Nous soutenons avec enthousiasme le projet d'encadrement des dérivés au Québec. Nul doute qu'une approche basée sur les grands principes apportera la flexibilité nécessaire à la législation face à l'évolution constante des marchés des dérivés.

Nous demeurons à votre entière disposition pour toutes questions ou discussions supplémentaires relativement à ces commentaires. À ce titre, n'hésitez pas à contacter Mme Joëlle Saint-Arnault, vice-présidente, Affaires juridiques et secrétaire générale par téléphone au : 514 871-3528 ou par courriel à : jstarnault@m-x.ca.

Veillez agréer, Madame, l'expression de nos sentiments distingués.

Luc Bertrand
Président et chef de la direction
Bourse de Montréal Inc.

Michel Favreau
Premier vice-président et
chef de la compensation
Corporation canadienne de compensation
de produits dérivés (CDCC)

c.c. : Derek West, Centre d'excellence en dérivés
Jacinthe Bouffard, Autorité des marchés financiers
Daniel Laurion, Autorité des marchés financiers
Joëlle Saint-Arnault, Bourse de Montréal Inc.
Nathalie Rémillard, Bourse de Montréal Inc
Jacques Tanguay, Bourse de Montréal Inc.