

RÉPONSES AUX COMMENTAIRES

PROJET D'ENCADREMENT DES MARCHÉS DES DÉRIVÉS AU QUÉBEC

2 février 2007

TABLE DES MATIÈRES

COLLABORATION AVEC LES AUTRES JURIDICTIONS.....	4
DÉFINITIONS.....	5
INVESTISSEURS QUALIFIÉS.....	12
MARCHÉS HORS COTE.....	13
ORIENTATIONS RÉGLEMENTAIRES.....	15
AUTO CERTIFICATION DES RÈGLES.....	17
AUTORISATION/RECONNAISSANCE.....	17
PROSPECTUS.....	20
INSCRIPTION ET DISPENSE D'INSCRIPTION.....	21
FORMATION/COMPÉTENCE.....	22

Réponses aux commentaires publics

L'Autorité des marchés financiers a publié un document intitulé *Encadrement des marchés des dérivés au Québec* le 25 mai 2006. Ce document présente les orientations que propose l'Autorité pour le développement de la réglementation en cette matière.

L'Autorité a reçu 13 lettres de commentaires, publiées sur le site Web de l'Autorité, provenant des organisations et personnes suivantes :

- L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
- L'Association des banquiers canadiens
- Canadian Advocacy Committee of the CFA Societies of Canada et Montreal CFA Society
- Formation mondiale CSI Inc.
- Futures Industry Association
- Groupe TSX Inc.
- L'Institut des banquiers canadiens
- L'Institut des fonds d'investissement du Canada
- International Swaps and Derivatives Association, Inc.
- M^e Kenneth G. Ottenbreit et M^e Terence W. Doherty
- Mouvement des caisses Desjardins
- Options Clearing Corporation
- Société Générale (Canada)

Le présent document résume les principaux commentaires reçus accompagnés des réponses de l'Autorité.

Collaboration avec les autres juridictions

Commentaires de l'ACCOVAM

« [...] L'établissement d'un nouvel encadrement des marchés de dérivés ne doit pas faire en sorte que les régimes en vigueur dans les juridictions canadiennes deviennent ou bien incompatibles, ou bien impossibles à gérer dans le cadre des mécanismes actuels de concertation entre régulateurs. L'ACCOVAM estime que l'AMF devrait indiquer clairement ses orientations à cet égard [...].

S'il s'avérait effectivement possible d'élaborer un régime d'encadrement harmonisé avec l'Ontario, l'ACCOVAM souhaite que les autorités québécoises prennent l'initiative de proposer aux autres juridictions canadiennes d'accorder leurs propres instruments législatifs et réglementaires à ce qui constituera alors l'incontournable référence au Canada en matière de produits dérivés. »

Notre réponse

Nous sommes entièrement d'accord avec ces deux points.

Le personnel de l'AMF discute régulièrement avec le personnel des différentes autorités en valeurs mobilières canadiennes, en particulier la CVMO, ainsi qu'avec *The Ontario Commodity Futures Act Advisory Committee* qui a récemment procédé à un examen approfondi de la *Commodity Futures Act*. Nous sommes très soucieux de ce que la future législation sur les dérivés au Québec ne comporte aucune incohérence ou contradiction avec la législation en dérivés d'une autre juridiction et qu'elle soit le plus harmonisée possible au Canada.

En outre, avec la spécialisation de Bourse de Montréal dans le secteur des instruments dérivés depuis 1999, l'AMF se doit de développer un cadre réglementaire innovateur duquel pourraient s'inspirer les autres provinces. D'où le projet d'encadrement des marchés des dérivés au Québec que nous proposons.

Commentaires de CAC, de l'IFIC et de FIA

« Le CAC est déçu que l'AMF n'ait pas uni ses efforts aux autres organismes de réglementation du Canada afin de mieux réglementer le secteur des produits dérivés. Le CAC a clairement indiqué sa préférence pour un cadre réglementaire unique qui s'applique aux participants au marché, peu importe la province dans laquelle ils exercent des activités sur les marchés financiers. Bien que le CAC n'ait pas exprimé de position ferme quant à la méthode à utiliser pour établir une réglementation uniforme, il est d'avis que les produits dérivés et les participants au marché devraient être assujettis au même cadre réglementaire partout au Canada. À cet égard, le CAC encouragerait l'AMF à travailler en étroite collaboration avec les autres organismes de réglementation du Canada dans les prochaines étapes de son projet de réglementation. »

« Le FIA recommande que l'AMF travaille à l'harmonisation du régime d'inscription partout au Canada, et ce, pour les entreprises tant canadiennes qu'étrangères. Le cadre réglementaire actuel au Canada applicable aux courtiers et aux conseillers étrangers est fragmenté et les exigences provinciales qui ne sont pas uniformes viennent s'ajouter au fardeau réglementaire et aux coûts auxquels les entreprises internationales doivent faire face lorsqu'elles désirent participer aux marchés canadiens et québécois. »

Selon l'IFIC, « il serait avantageux pour le secteur de compter sur une réglementation harmonisée partout au pays. Pour cette raison, nous recommandons que l'AMF aille de l'avant avec des changements à la réglementation des marchés des dérivés uniquement si elle le fait en collaboration avec les autres autorités canadiennes en valeurs mobilières. »

Notre réponse

Loin d'être en vase clos, les autorités en valeurs mobilières au Canada collaborent à divers projets communs depuis de nombreuses années dans le cadre du regroupement des ACVM, tels que le projet de la réforme du régime d'inscription. Bien que le projet d'encadrement des dérivés au Québec propose de développer une nouvelle réglementation québécoise (loi, règlements et instructions générales) des instruments dérivés, nous sommes tout à fait d'accord avec les commentaires visant l'harmonisation des règles au pays et nous travaillons étroitement dans ce sens avec nos homologues.

Nous reconnaissons l'importance des marchés internationaux en dérivés et nous consultons les autorités étrangères en dérivés et en valeurs mobilières, notamment aux États-Unis et au Royaume-Uni. Nous participons également aux travaux menés par divers organismes internationaux, dont l'OICV, dans le contexte de la mondialisation des marchés financiers.

Définitions

Commentaires de l'ACCOVAM

« En principe, cette approche [d'une définition large de dérivés ainsi que de dispenses lorsque ces produits ne sont pas destinés aux petits investisseurs] semble appropriée et mérite d'être explorée. Il est toutefois possible qu'elle soulève des enjeux complexes et délicats lorsque viendra le moment de rédiger les textes législatifs et réglementaires. Par exemple, la seule inclusion des instruments dérivés principalement utilisés par les institutions de juridiction fédérale dans le périmètre d'une loi provinciale pourrait être interprétée comme *ultra vires* par des tribunaux, même si cette même loi prévoit des exemptions applicables à ces institutions et à leurs transactions. »

Commentaires de l'Association des banquiers canadiens

« En ce qui concerne les marchés de dérivés boursiers et hors cote, l'ABC n'appuie pas la recommandation d'adopter une définition large des dérivés qui inclurait tous les contrats de dérivés existants et à venir. Cette approche aurait pour conséquence d'empiéter sur d'autres juridictions. En effet, une définition large crée de l'incertitude dans les échanges commerciaux et tend à assujettir diverses transactions qui, fondamentalement, ne sont pas du ressort de l'AMF.

Il serait étonnant de pouvoir soutenir que sur la base d'une juridiction alléguée sur les valeurs mobilières, des pouvoirs de réglementation puissent être exercés sur des produits aussi différents que sont les produits bancaires et les produits dérivés sur marchandises ou produits de base.

Afin d'assurer que le nouvel encadrement des dérivés n'englobe pas les fonds communs de placement et les fonds d'investissement non rachetables, nous croyons que la définition de dérivé devrait exclure spécifiquement les titres émis par les fonds communs de placement et les fonds d'investissement non rachetables. Elle devrait aussi exclure les instruments qui ne relèvent pas de la définition de « dérivé visé » à la Partie I de la NC 81-102.

L'ABC abonde plutôt dans le sens des recommandations contenues dans le Rapport intérimaire du Comité consultatif ontarien. »

Commentaires de FIA

« Le FIA propose que l'AMF envisage l'adoption d'une définition plus restreinte des dérivés pour éviter clairement l'incertitude légale liée au chevauchement des lois portant sur les valeurs mobilières, les banques et autres, et éviter, par exemple, les questions relatives au « régime de prospectus » dans les marchés à terme. »

Commentaires du Groupe TSX

« [...] Quoiqu'il ne soit pas en faveur de l'adoption d'une définition prescriptive du terme « dérivé » qui obligerait le législateur à modifier fréquemment la réglementation, le Groupe TSX estime que la proposition de l'AMF [...] est trop large, susciterait des difficultés d'interprétation et serait susceptible de créer des dédoublements de réglementation.

Ainsi, la définition envisagée engloberait des contrats sur marchandises, y compris des dérivés, qui ne sont pas actuellement assujettis à la réglementation dans certains autres territoires canadiens, ou aux États-Unis, notamment les contrats sur marchandises qui ne sont ni des contrats à livrer ni des contrats à terme (c.-à-d. des opérations sur les marchés au comptant). En outre, certaines différences entre les contrats sur marchandises qui sont standardisés et compensés en chambre de compensation et ceux qui ne le sont pas pourraient

justifier qu'on traite distinctement ces contrats dans la réglementation. Quant aux marchandises, il est encore plus difficile d'établir quels sont les instruments qui constituent des dérivés suivant la nature du sous-jacent.

En résumé, en ce qui concerne les titres de participation, on constate qu'un certain nombre de produits hybrides différents négociés sur la Bourse de Toronto répondraient à la fois à la définition de « valeurs mobilières » aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* et de « dérivés » suivant la définition énoncée dans le document de consultation. [...] nous sommes favorables à l'adoption d'une approche établissant des distinctions nettes entre les valeurs mobilières, les titres assimilables à des dérivés et les dérivés sur actions ou sur créances traditionnels, et qui, de plus, traite différemment les produits sur marchandises et les produits sur valeurs mobilières, au besoin. »

Commentaires de ISDA

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

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

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

Comme il est indiqué dans le rapport ontarien, une définition ciblée des dérivés

hors cote devrait également préciser que les contrats hors cote ne sont pas des contrats d'assurance ni des contrats de jeu illégaux. »

Commentaires du Mouvement des caisses Desjardins

« Il y aurait lieu, d'une part, de distinguer clairement entre un dérivé acheté aux fins de spéculation et des dérivés négociés aux fins de gestion de risques. D'autre part, la définition proposée est très large et pourrait être interprétée comme incluant un ensemble de transactions individuelles conclues avec des clients pour apparier divers risques de taux ou de marché.

Nous recommandons de modifier la définition d'un dérivé afin qu'elle n'inclut pas des options conclues comme faisant partie d'un financement ou encore des options imbriquées à l'intérieur d'une autre transaction financière. Nous sommes d'avis que cette loi doit cibler les produits dérivés vendus aux particuliers à des fins spéculatives. »

Commentaires de la Société Générale (Canada)

« La Société Générale (Canada) croit que l'adoption d'une nouvelle structure visant à encadrer toute forme de négociation de produits dérivés au Québec qui s'appuierait sur une définition élargie des « dérivés » pourrait, si elle n'est pas mise en œuvre soigneusement, a) réduire la concurrence parmi les institutions financières au Québec et b) restreindre le développement de nouveaux instruments financiers innovateurs sur les marchés hors cote et sur les marchés non assujettis aux chambres de compensation. En conséquence, cette approche pourrait porter préjudice aux intérêts des investisseurs québécois, à moins qu'elle ne soit spécifiquement conçue pour éviter que ne soient réglementés, par mégarde, des secteurs qui ne constituent pas la principale cible de la nouvelle structure réglementaire.

[U]ne telle définition élargie [...] couvrirait de nombreux produits non négociés sur les bourses ou les chambres de compensation et qui n'ont pas besoin d'être assujettis à la réglementation de l'AMF et qui, de plus, pourraient ne pas relever de sa compétence ou de son expertise.

La Société Générale (Canada) suggère de reconsidérer l'inclusion de « la conclusion d'un dérivé » dans la définition de « opération visée » au Québec sous le paragraphe 1.6 de la Norme canadienne 45-106 sur les *dispenses de prospectus et d'inscription*. [...] [L'] inclusion de cette phrase a soulevé, dans les domaines des valeurs mobilières et bancaires, une importante incertitude concernant la mesure dans laquelle les dérivés hors cote, en particulier, devraient être considérés comme des valeurs mobilières aux fins des exigences du régime de prospectus et d'inscription.

La Société Générale (Canada) indique en outre que toute application de la *Loi sur les dérivés* aux opérations touchant les activités bancaires viendrait vraisemblablement interférer avec la compétence constitutionnelle exclusive

qu'exerce le gouvernement sur les activités des banques, en ce qui a trait aux droits du Canada. »

Commentaires de M^e Kenneth G. Ottenbreit et M^e Terence W. Doherty

« Nous recommandons à l'AMF de reconsidérer sa recommandation de présenter une définition élargie de « dérivés » et d'accorder ensuite des exemptions, puisque cette approche viserait certains produits qui ne devraient pas être assujettis à la réglementation de l'AMF. Nous soutenons au contraire une approche qui définit et réglemente les « dérivés » comme des options, des contrats à terme et des options sur contrats à terme uniquement négociés en bourse, selon des modalités et des caractéristiques normalisées. Parallèlement à cette définition, nous recommandons de reformuler la définition de « valeur mobilière » au sens de la présente *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, dont la définition excluait les « dérivés » et certains produits hors cote négociés entre des parties sophistiquées. Si l'AMF souhaite réglementer les opérations hors cote sur des dérivés destinés aux investisseurs sur le marché de détail, cette réglementation devrait se distinguer de celle applicable aux dérivés ou être traitée de façon semblable à cette dernière. Cette approche est très semblable à celle adoptée en Colombie-Britannique, en Alberta et en Saskatchewan et est conforme à l'intégration du terme « dérivé » dans la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec. De plus, cette approche contribuerait à établir une distinction claire entre ce qui constitue un « dérivé » et ce qui constitue une « valeur mobilière ». »

Résumé des commentaires

Selon la plupart des commentaires, la définition de dérivé proposée est trop large et risque de créer les effets suivants :

- un dédoublement de réglementation (valeurs mobilières, instruments dérivés, produits bancaires ou autres) et un empiètement sur d'autres juridictions (compétence fédérale sur le secteur bancaire, Régie de l'énergie dans le secteur du gaz et de l'électricité);
- l'assujettissement de transactions qui ne sont pas de notre ressort ou qui n'ont pas besoin de l'être (les contrats d'assurance, les contrats bilatéraux sur le marché hors cote);
- l'inclusion de transactions sur le marché au comptant;
- des difficultés d'interprétation (produits hybrides, contrats sur marchandises);
- l'incertitude juridique dans les échanges commerciaux.

Notre réponse

La définition proposée, qui vise à donner à l'AMF compétence sur tous les instruments dérivés, y compris les nouveaux produits à venir, ne prend pas la forme d'une liste de contrats, d'instruments sous-jacents ou de lieux de

négociation. En fait, elle tient davantage du champ d'application que de la définition proprement dite.

« 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. »

En ayant recours à un champ d'application aussi étendu, l'AMF veut s'assurer de couvrir non seulement l'ensemble des instruments dérivés qui existent actuellement, mais également de pouvoir s'adapter à tous les nouveaux instruments que les marchés pourront créer, et ce, sans qu'il soit nécessaire d'avoir recours à une modification législative pour modifier le champ d'application de la *Loi sur les dérivés*.

Par ailleurs, l'AMF envisage de recourir à une liste d'exclusions spécifiques pour exclure d'un champ d'application aussi englobant ce qui, manifestement, ne devrait pas être considéré comme étant un instrument financier dérivé. La portée de la définition serait donc limitée par les exclusions qui, elles, seraient spécifiques. Également, l'AMF entend introduire dans la future loi un pouvoir résiduaire d'exclusion qui pourrait s'exercer par règlement afin d'avoir la souplesse de réagir rapidement à l'évolution des marchés et d'exclure d'un champ d'application un nouveau produit auquel cette loi ne devrait pas s'appliquer.

Parmi les exclusions, mentionnons les contrats d'assurance et les produits de type bancaire vendus par une banque à charte de juridiction fédérale et par une caisse populaire du Mouvement des caisses Desjardins. De plus, l'AMF n'a nullement l'intention d'intervenir dans les transactions de gré à gré entre institutions dites « sophistiquées » : elle s'y intéressera uniquement si les positions hors cote sont utilisées pour commettre une fraude ou une manipulation. L'AMF prêtera également attention aux situations où les instruments dérivés sont offerts aux utilisateurs au détail. Ces derniers n'ont pas les mêmes ressources ni le même degré de sophistication ou de connaissances que les institutions et comptent sur l'encadrement de l'organisme de réglementation. Par contre, les utilisateurs qualifiés (définition non établie à ce moment-ci, mais qui pourrait s'inspirer de celle d'investisseur qualifié du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*) n'ont pas besoin des mêmes protections que les petits investisseurs.

La définition proposée se rapproche beaucoup des définitions existantes dans les normes canadiennes suivantes : le *Règlement 44-101 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié*, le *Règlement 44-102 sur le placement de titres au moyen d'un prospectus préalable*, le *Règlement 55-103 sur les déclarations d'initiés pour certaines opérations sur dérivés (monétisation d'actions)* et le *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif*.

De même, l'approche que nous avons retenue n'est pas loin de la définition proposée de dérivé dans le projet de *Loi uniforme sur les valeurs mobilières*, dont voici le libellé :

« *Dérivé* :

- a) *le droit ou l'obligation de livrer l'un des éléments suivants ou d'en prendre livraison à une date future :*
 - i) *un titre;*
 - ii) *une monnaie;*
 - iii) *un minéral, un métal ou une pierre précieuse;*
 - iv) *toute autre chose ou tout autre droit si une part de cette chose ou de ce droit est normalement ou habituellement traitée comme l'équivalent de toute autre part;*
 - v) *des espèces, si leur montant est dérivé d'une variable ou calculé en fonction d'une variable, notamment :*
 - A) *un cours ou une cotation pour l'un des éléments visés aux sous-alinéas (i) à (iv),*
 - B) *un taux d'intérêt,*
 - C) *un taux de change,*
 - D) *un indice ou un point de référence;*
- b) *tout instrument ou droit désigné comme constituant un dérivé en vertu de l'article 1.7 (Désignation) ou par règlement;*
à l'exclusion de tout droit, obligation ou instrument désigné en vertu de l'article 1.7 (Désignation) ou conformément aux règlements comme ne constituant pas un dérivé; »

Plusieurs commentaires préconisent que nous retenions l'approche proposée par *The Ontario Commodity Futures Act Advisory Committee* :

« *La Loi doit définir les types de contrats couverts et faire référence à des attributs plus génériques. Une caractéristique essentielle des contrats à terme sur marchandises est qu'ils sont négociés sur une bourse et selon des modalités établies par celle-ci.*

Le Comité continue d'étudier les éléments d'une définition appropriée de « marchandise » et de « contrat sur marchandises ». »

Le Comité consultatif ontarien propose une définition visant uniquement les contrats négociés sur une Bourse réglementée, dont les termes sont spécifiés par la Bourse ou par la chambre de compensation. Cette approche nous semble valable si le but est d'encadrer les marchés réglementés, mais elle ne permettrait pas à l'AMF d'intervenir sur les marchés hors cote en cas de manipulation ni d'avoir compétence sur la vente de ces produits aux petits investisseurs.

L'AMF ne désire pas réglementer les marchés hors cote entre utilisateurs qualifiés. Toutefois, la protection des petits investisseurs et la détection des actions manipulatrices ne peuvent être assumées sans un certain pouvoir d'intervention sur ces marchés. Il est clair pour l'AMF qu'une telle approche

devra comporter des exclusions. La définition proposée ne fait pas nécessairement l'unanimité. Aussi entendons-nous poursuivre les discussions pour arriver à un encadrement qui protège les investisseurs utilisateurs de dérivés, qui favorise les marchés hors cote au Québec, qui s'interprète avec la certitude nécessaire à l'efficacité des marchés et des transactions et qui permette à l'AMF d'exercer pleinement sa mission.

Une solution de rechange nous a été proposée, à savoir de considérer deux définitions différentes : l'une pour les contrats boursiers, l'autre pour les contrats de gré en gré. Nous pourrions également distinguer non seulement les utilisateurs finaux, comme nous l'avons proposé, mais aussi l'usage d'un instrument (purent à des fins de couverture, de spéculation ou les deux.). Mais quel que soit le choix, nous sommes d'avis que l'essentiel sera une solution harmonisée entre le Québec et l'Ontario.

Investisseurs qualifiés

Commentaires du Groupe TSX

« [...] nous aimerions, particulièrement dans la perspective des bourses de marchandises, que l'AMF prenne en considération l'existence de marchés s'adressant à des participants avertis (et non aux petits investisseurs). [...] Le Groupe TSX recommande que les participants suffisamment avertis (ainsi que les bourses ou les chambres de compensation par l'intermédiaire desquelles ces participants effectuent leurs opérations) puissent se prévaloir de dispenses appropriées dans le cas où les opérations sont effectuées entre contrepartistes; une telle approche correspondrait à celles qui ont été adoptées dans certains autres territoires canadiens et par la CFTC aux États-Unis. »

Commentaires de ISDA

« [...] l'ISDA prie l'AMF [...] d'exercer un pouvoir de réglementation uniquement à l'égard des contrats sur dérivés hors cote conclus avec une catégorie définie de « clients de détail » (*retail customers*) relativement à des produits dérivés utilisés comme placements, et qui ne sont pas autrement réglementés comme produits bancaires ou par d'autres autorités de réglementation spécialisées, ou en cas d'utilisation de dérivés pour commettre une fraude touchant des valeurs mobilières ou manipuler le marché des valeurs mobilières. [...]

Le projet de loi sur les dérivés devrait également contenir une définition du terme « client de détail » afin que l'application des règles soit mieux ciblée. »

Commentaires du Mouvement des caisses Desjardins

« Nous sommes d'avis que le terme « petit investisseur » devrait s'appliquer seulement aux individus et non à des corporations ou organisations similaires qui transigent régulièrement des dérivés pour réduire leurs risques. »

Notre réponse

Une loi sur les dérivés devrait conférer un droit de regard sur les utilisateurs finaux des transactions sur dérivés, qu'elles soient effectuées sur un marché coté ou non. De plus, l'ampleur de l'encadrement devrait dépendre du type d'utilisateur auquel s'adresse l'instrument dérivé. Nous proposons que les dispositions de la loi ne s'appliquent pas aux utilisateurs sophistiqués, mais qu'elles s'appliquent aux petits investisseurs de détail. Cette approche a d'ailleurs été adoptée par les États-Unis dans le cadre de la *Commodity Futures Modernization Act of 2000*.

Bien que nous comprenions la préférence des marchés hors cote à la définition de marché de détail, permettant d'exclure les personnes qui ne tombent pas dans cette définition de l'encadrement de l'AMF, nous proposons de définir les investisseurs ou utilisateurs sophistiqués. Nous privilégions donc l'approche « qui est dispensé » à l'approche alternative « qui est réglementé », nous inscrivant dans une tendance acceptée partout en Amérique du Nord. Notre définition devrait permettre d'exclure clairement le petit investisseur de l'investisseur qui négocie régulièrement des dérivés à des fins de couverture.

Marchés hors cote

Commentaires de ISDA

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

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

Commentaires de la Société Générale (Canada)

« La principale préoccupation qui découle du rapport semble être la réglementation des bourses et des chambres de compensation de dérivés sur lesquelles sont négociés des dérivés fongibles et liquides offerts au grand public. [...] En outre, le rapport n'aborde pas les raisons réglementaires qui justifient l'extension du champ d'application de la *Loi sur les dérivés* aux entités et aux relations d'affaires autres que les bourses de dérivés, les chambres de compensation et les OAR connexes, malgré les conséquences potentielles

importantes en ces autres situations. »

Commentaires de M^e Kenneth G. Ottenbreit et M^e Terence W. Doherty

« Nous croyons que les exigences en matière de prospectus ne sont pas appropriées pour les produits dérivés, qu'ils soient négociés hors cote ou en bourse, puisqu'il n'y a pas de types d'émetteurs traditionnels pour lesquels l'information serait pertinente. Nous croyons plutôt que certaines caractéristiques du contrat ou certains documents de divulgation des risques constitueraient une méthode plus appropriée pour fournir de l'information aux investisseurs de détail. »

Notre réponse

Le mandat de l'AMF est de protéger les investisseurs et d'assurer un bon fonctionnement des marchés. Étant donné que les instruments dérivés hors cote peuvent et, dans les faits, sont de plus en plus offerts au marché de détail, les petits investisseurs doivent recevoir toute l'information nécessaire pour prendre une décision éclairée. C'est pourquoi nous recommandons le maintien d'un encadrement réglementaire en ce qui a trait au placement des produits hors cote, y compris, dans des circonstances appropriées, le respect des exigences en matière de prospectus ou de document d'information. À cet égard, nous envisageons l'utilisation d'un test de prédominance, à l'instar de celui de la *Commodity Futures Modernization Act of 2000*, afin de déterminer la nature d'un produit hybride et les obligations de divulgation qui en découlent. Ainsi, s'il est établi qu'un produit hybride contient une composante importante en valeurs mobilières, ce produit devrait être assujéti aux dispositions relatives au prospectus.

Comme nous le disions précédemment, nous proposons d'encadrer les instruments dérivés hors cote dans deux circonstances : lorsque ces produits sont négociés par de petits investisseurs et lorsqu'il y a manipulation ou fraude sur ces marchés.

Commentaires du Mouvement des caisses Desjardins

« Nous recommandons donc que le projet de loi reconnaisse et protège le droit de mettre fin aux transactions en cas de défaut et d'effectuer le « netting » comme mesure de réduction des risques. »

Notre réponse au Mouvement des caisses Desjardins

Ce sujet n'a pas été traité par le document de discussion, mais à la suite des commentaires reçus, il sera incorporé dans nos travaux à venir.

Orientations réglementaires

Commentaires de l'ACCOVAM

« [...] l'ACCOVAM appuie la proposition d'élaborer une nouvelle loi – la *Loi sur les dérivés* – qui soit distincte de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Il faudra veiller, toutefois, à ce que le caractère distinct de cette loi contribue bel et bien à simplifier son application et à clarifier les exigences en matière de conformité. Le recours à une approche par principes ne fait pas partie des traditions législatives dans le secteur des valeurs mobilières au Québec – pas plus qu'ailleurs au Canada. Il faudra donc faire preuve de prudence et de transparence au moment de l'élaboration de la loi et des instruments normatifs qui l'accompagneront. »

Commentaires de CAC

« Le concept consistant à utiliser une approche par principes à l'égard de la réglementation présente certains mérites. [...] Néanmoins, une telle approche pose le risque réel d'être trop vague ou de présenter des lignes directrices insuffisantes pour être efficace. [...] Le CFA Institute a pris la position selon laquelle [...] une combinaison de principes bien étoffés, appuyés par une utilisation appropriée de la réglementation, constitue l'approche la plus efficace. »

Commentaires de la Société Générale (Canada)

« La Société Générale (Canada) approuve l'utilisation de principes fondamentaux pour fournir un cadre réglementaire complet au sein duquel les bourses et les chambres de compensation de dérivés, ainsi que les OAR exercent leurs activités. Toutefois, la Société Générale (Canada) ne croit pas qu'une approche de « principes fondamentaux », sans une explication plus détaillée de leur application, s'avère appropriée lorsqu'il n'y a pas de bourses de dérivés, de chambres de compensation ou d'OAR en cause. Cela est particulièrement vrai dans un contexte où le champ d'application des instruments en vertu de la *Loi sur les dérivés* est défini de manière large. Il est vraisemblable que cette approche de « principes fondamentaux » donnerait lieu à des incertitudes importantes sur la façon d'appliquer la *Loi sur les dérivés* aux nouveaux produits qui ne sont pas négociés sur une bourse ou compensés sur une chambre de compensation. [...]

La Société Générale (Canada) ne croit pas que l'objectif de réglementer la négociation des produits dérivés serait nécessairement plus efficace dans le cadre d'une *Loi sur les dérivés* qu'en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec. [...] Dans bien des cas, les produits pourraient être considérés autant comme des « dérivés » que comme des « valeurs mobilières », particulièrement si une définition élargie est utilisée pour les « dérivés » dans le cadre de l'initiative visant l'encadrement des produits dérivés. »

Commentaires de M^e Kenneth G. Ottenbreit et M^e Terence W. Doherty

« Nous sommes d'avis que la réglementation des « valeurs mobilières » et des « dérivés » ne doit pas être établie au moyen de statuts distincts. [...] En promulguant une loi supplémentaire, l'AMF ne ferait qu'ajouter à la fragmentation de la réglementation des marchés financiers au Québec et au Canada, ce qui pourrait gonfler les coûts de participation et de conformité que doivent assumer les participants au marché et les investisseurs. [...] En conséquence, nous n'appuyons pas la recommandation de l'AMF visant l'adoption de lois distinctes pour encadrer les dérivés. »

Notre réponse

Une loi fondée sur des principes offre la souplesse requise pour répondre et s'adapter à l'évolution rapide des marchés financiers, en particulier des marchés des dérivés. Cela explique probablement la propension des organismes de réglementation dans le monde à souscrire à cette forme d'encadrement depuis plusieurs années : pensons notamment à la Financial Services Authority du Royaume-Uni avec la *Financial Services and Markets Act 2000* ou à la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis avec la *Commodity Futures Modernization Act of 2000*.

Dans le cadre d'une législation normative, l'organisme de réglementation établit à la fois les orientations réglementaires et les modalités de leur respect. Par contraste, une législation fondée sur des principes scinde ces deux aspects de la réglementation, l'organisme de réglementation permettant aux participants au marché d'établir et de démontrer comment assurer le respect des obligations de conformité. Cette approche permettrait de réduire le fardeau réglementaire. Ainsi, l'entité réglementée assumerait la responsabilité de démontrer qu'elle respecte bel et bien les grands principes et l'organisme de réglementation pourrait canaliser ses ressources vers le développement de politiques et vers les inspections et les enquêtes.

La loi, basée sur des principes, serait accompagnée d'instructions et de règlements d'application précisant l'objet des principes énoncés, et ce, afin d'établir clairement les responsabilités des participants aux marchés.

Par ailleurs, nous favorisons le développement d'une loi distincte de la *Loi sur les valeurs mobilières*, les instruments dérivés étant considérés comme des produits distincts des valeurs mobilières. En effet, les dispositions actuelles concernant les dérivés sont dispersées dans la *Loi sur les valeurs mobilières* et son règlement d'application. Elles sont souvent désuètes et difficiles à interpréter dans le contexte actuel, n'ayant pas été modifiées au cours des années alors que les marchés des dérivés étaient et sont toujours en pleine mutation. De plus, un tel encadrement permettrait de compléter ce qui a été acquis au Québec dans ce secteur hautement spécialisé, en particulier depuis la spécialisation de la Bourse de Montréal en 1999. Il viendrait consolider l'expertise développée tant

dans le milieu universitaire que chez les intermédiaires spécialisés. C'est pourquoi il nous apparaît plus simple et plus clair de concevoir une nouvelle loi que de modifier en profondeur une loi existante pour y intégrer un produit différent selon une approche différente.

Enfin, nous ne saurions trop insister sur la transparence de notre part tout au long du processus de conception de ce nouveau cadre réglementaire.

Auto certification des règles

Commentaires de l'ACCOVAM

« Tout d'abord, l'auto-certification des décisions d'OAR ne signifie pas que les régulateurs publics abandonnent leurs responsabilités : ils peuvent à tout moment dénoncer et invalider les règlements auto-certifiés, même après que ceux-ci aient été mis en vigueur par l'OAR. Ils peuvent en outre imposer une modification des règles en vigueur d'un OAR sous leur juridiction.

[...] il importe donc que les OAR et les régulateurs publics assurent entre eux une circulation efficace de l'information et consacrent les ressources nécessaires à l'examen a priori [...] des décisions réglementaires auto-certifiables. En pratique, cela signifie que les OAR œuvrant dans les marchés de dérivés devront trouver au sein des régulateurs publics des interlocuteurs en nombre suffisant et disposant de l'expertise nécessaire pour les appuyer dans leurs processus réglementaires.

[...] Un OAR qui détient le pouvoir d'auto-certifier ses propres règlements doit être perçu comme irréprochable au niveau de sa gouvernance et de la gestion des conflits d'intérêts potentiels [...] auxquels il pourrait être exposé. »

Notre réponse

Nous sommes d'accord.

Autorisation/Reconnaissance

Commentaires de FIA

« [...] le FIA déclare que : [...] les investisseurs du Québec devraient avoir accès aux produits qui sont négociés sur des marchés internationaux réglementés (autres que canadiens), sans la nécessité pour les bourses d'être autorisées ou pour les produits d'être inscrits au Québec;

L'AMF ne devrait pas imposer d'exigences de reconnaissance ou d'autorisation aux associations internationales (autres que canadiennes) qui réglementent les activités de leurs membres sur les marchés internationaux; [...]

Le FIA estime que ces exigences substantielles en matière d'examen et de dépôt

des documents sont inutiles et pénibles pour les entités étrangères puisqu'elles sont déjà assujetties à la réglementation de leur propre territoire. À cet effet, le FIA ne croit pas que l'examen ou la surveillance supplémentaire par l'AMF fournirait une protection additionnelle aux investisseurs. »

Notre réponse à FIA

Les investisseurs du Québec peuvent accéder aux marchés internationaux lorsque sont satisfaits les critères énoncés dans le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription*.

L'*Instruction générale relative à l'autorisation de Bourses étrangères* précise justement le type d'encadrement que l'AMF entend exercer à l'égard des Bourses étrangères qu'elle autorise, compte tenu de la réglementation et de la supervision déjà effectuées par l'organisme de réglementation du territoire d'origine, et ce, pour éviter toute duplication inutile.

Enfin, et en corollaire du point précédent, nous n'avons pas l'intention d'ajouter au fardeau réglementaire des entités étrangères désirant exercer des activités au Québec par un examen de leurs documents et une supervision de leurs opérations substantiels lorsque le travail a déjà été effectué par l'autorité de réglementation du territoire d'origine.

Commentaires de l'OCC

« [...] nous insistons sur le fait que la *Loi sur les dérivés* qui est proposée [...] doit établir clairement que les dispositions concernant l'autorisation ou la reconnaissance des chambres de compensation étrangères n'obligeraient pas une chambre de compensation, comme l'OCC, qui n'est pas présente au Québec et qui n'effectue pas d'opérations de compensation sur des valeurs mobilières canadiennes, à être reconnue en vertu de l'article 169 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, même si les produits dérivés qu'elle compense peuvent être achetés ou vendus de temps à autre par des résidents du Québec, par l'intermédiaire de courtiers accrédités au Québec.

[...] dans la mesure où une chambre de compensation étrangère n'exerce pas suffisamment d'activités au Québec pour devenir potentiellement assujettie à une reconnaissance en vertu de dispositions semblables à celles de l'article 169 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec, nous croyons que l'AMF devrait s'en remettre à la supervision de l'organisme de réglementation du territoire d'origine de la chambre de compensation et ne pas imposer d'exigences réglementaires en double, additionnelles ou conflictuelles. Lorsqu'une chambre de compensation étrangère est assujettie à une réglementation complète dans son propre territoire, nous suggérons à l'AMF d'exercer son autorité d'exempter cette chambre de compensation étrangère de toute exigence réglementaire qui pourrait s'appliquer autrement en vertu de la *Loi sur les dérivés*. »

Notre réponse à l'OCC

L'AMF favorise l'octroi d'autorisations plutôt que de dispenses d'autorisation, vu la souplesse de l'encadrement déjà prévu par notre législation, permettant de moduler les conditions d'autorisation.

Nous avons l'intention d'appliquer l'approche énoncée dans l'*Instruction générale relative à l'autorisation de Bourses étrangères* à l'égard des chambres de compensation étrangères qui sont déjà reconnues ou autorisées par leur autorité de réglementation de leur territoire d'origine.

Commentaires du Groupe TSX

« Somme toute, un régime sous lequel aucun avantage important n'est accordé à des entités exerçant leurs activités au Canada, qu'elles soient canadiennes ou étrangères, serait l'idéal. »

Notre réponse au Groupe TSX

Nous sommes d'accord.

Commentaires de M^e Kenneth G. Ottenbreit et M^e Terence W. Doherty

« Conformément à l'Instruction générale, l'AMF propose d'exiger que les bourses et les chambres de compensation étrangères présentent une demande [...] conformément aux exigences décrites dans la NC 21-101. De telles exigences sont considérables et, à notre avis, constituent un obstacle pour les bourses internationales qui veulent faire affaire au Canada. En outre, l'AMF s'attend à ce que les demandeurs cherchent à obtenir, auprès de l'organisme de réglementation de leur territoire, une lettre confirmant que les exigences et les conditions imposées sont respectées et qu'ils la fassent parvenir à l'AMF. L'AMF ne devrait pas présumer que les organismes de réglementation étrangers accepteront de fournir cette lettre au moment approprié, s'ils consentent à la fournir. [...]

Nous recommandons que l'AMF envisage la mise en place d'un système de reconnaissance mutuelle des bourses et des chambres de compensation étrangères qui ne dédoublerait pas les exigences en matière de conformité aux lois auxquelles sont tenues ces entités dans leur territoire d'origine et qui ne leur imposerait pas de se conformer à des exigences additionnelles et lourdes. [...]

De plus, l'AMF devrait établir clairement dans quelles conditions une bourse ou une chambre de compensation étrangère exerce des activités au Québec, ou y exploite un marché. »

Notre réponse à M^e Kenneth G. Ottenbreit et M^e Terence W. Doherty

Nous estimons que pour bien exercer notre mission de protéger les

investisseurs, nous devons demander un minimum de documents d'information aux entités désirant exercer des activités au Québec. Nos exigences de dépôt de documents n'ont pas empêché quelques Bourses étrangères de faire une demande d'autorisation pour exercer l'activité de Bourse au Québec, dont la London Stock Exchange et Eurex US.

Il est vrai que l'expression « exercer des activités au Québec » n'est pas définie dans notre législation et cette omission est bien volontaire, compte tenu notamment des développements technologiques. Par exemple, actuellement, une entité peut exercer des activités de Bourse sur un territoire sans y avoir d'installations physiques, mais uniquement des liens établis à partir d'une plateforme de négociation électronique. L'établissement de la territorialité des activités est donc une problématique en constante évolution et en préciser les paramètres pourrait comporter plus d'inconvénients que de clarifications.

Prospectus

Commentaires de ISDA

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

[...] Toutefois, à la différence d'une divulgation par voie de prospectus, ce document ne devrait pas avoir à être approuvé à nouveau pour chaque produit ou opération, et ne devrait pas donner lieu à de quelconques exigences en matière d'information continue. »

Commentaires du Mouvement des caisses Desjardins

« Pour réduire les coûts et simplifier le processus, nous recommandons qu'il serait suffisant de soumettre [aux membres des caisses Desjardins] une copie d'une telle brochure explicative au lieu d'un dépôt de prospectus. »

Notre réponse à ISDA et au Mouvement des caisses Desjardins

À tout le moins, l'investisseur devra obtenir un document d'information divulguant les caractéristiques du produit et les risques de négocier des instruments dérivés. Veuillez également vous référer à notre réponse à la partie portant sur les « Marchés hors cote ».

Notre réponse

C'est noté. Le projet des ACVM en vue de la réforme du régime d'inscription étudie en profondeur l'ensemble de ces questions pour le secteur des valeurs mobilières. Nous examinerons l'à-propos des règles nouvelles proposées dans le contexte particulier des marchés des dérivés.

Commentaires du Mouvement des caisses Desjardins

« Puisque des dérivés sont souvent associés ou imbriqués dans des transactions de financement, il en résulterait que l'ensemble des directeurs du financement et services bancaires devraient s'inscrire en tant que courtiers aux dérivés [...]. »

Notre réponse au Mouvement des caisses Desjardins

Nous ne croyons pas que l'inscription soit nécessaire dans ces circonstances.

Formation/Compétence

Commentaires de CSI

« [...] voici les difficultés que comporte [...] cette recommandation de l'AMF :

- Les exigences en matière de compétences de base sont déjà très élevées. [...]
- Les exigences existantes pour fins d'autorisation de négociation d'options confèrent une réelle compétence. [...]
- Les cours de base sont déjà vastes et approfondis. [...]
- La réticence de plusieurs firmes à négocier des options semble plutôt imputable au risque et à la supervision réglementaire accrue. La compétence ne semble pas poser problème. »

Commentaires de l'Institut des banquiers canadiens

« Notre première préoccupation est pour les conséquences de la conservation du modèle actuel de compétence, selon lequel l'ACCOVAM a accordé des droits exclusifs à l'Institut canadien des valeurs mobilières (Formation mondiale CSI Inc.) pour la formation et les examens menant à l'octroi d'un permis de compétence en valeurs mobilières (y compris les cours sur les options et les contrats à terme). »

Commentaires de CAC

« Nous croyons de plus que le cours de base nécessaire à l'inscription d'un représentant pour un investisseur de détail devrait être mis à jour pour tenir compte des connaissances requises pour la négociation d'options sur actions, comme c'est le cas aux États-Unis. Les exigences canadiennes en cette matière sont moins rigoureuses, ce qui explique en partie pourquoi le marché des options

sur actions est sous-développé au Canada. »

Notre réponse

Nous prenons note de tous vos commentaires. Le projet des ACVM en vue de la réforme du régime d'inscription propose une modernisation des exigences de formation, notamment par la nécessité de réussir un examen plutôt que de suivre une formation précise.

Nous sommes conscients des difficultés posées par l'ajout de compétences aux sujets déjà étudiés, mais nous croyons, comme nous l'avons mentionné dans notre document de consultation, que des connaissances plus étendues en matière de dérivés en général et d'options en particulier sont importantes pour assurer la qualité des services offerts aux investisseurs.