

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Document de consultation 91-406 des ACVM

Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par
contrepartie centrale

Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés
Le 20 juin 2012

Table des matières

Sommaire	5
1. Introduction.....	13
2. Compensation obligatoire.....	13
2.1 Recommandations du Comité.....	15
3. Dérivés soumis à l’obligation de compensation.....	16
3.1 Approche ascendante	21
3.2 Approche descendante	24
3.3 Recommandations du Comité	26
4. Compensation des opérations préexistantes (<i>back-loading</i>)	27
4.1 Recommandations du Comité	27
4.2 Consultation.....	28
5. Délais de compensation.....	28
5.1 Recommandations du Comité	29
5.2 Consultation.....	30
6. Dispenses de la compensation par contrepartie centrale	30
6.1 Utilisateurs finaux	30
6.2 Opérations intragroupe	30
6.3 Consultation.....	31
7. Reconnaissance des contreparties centrales	31
7.1 Recommandations du Comité	32
8. CSPR – OICV.....	32
8.1 Gouvernance	33
8.2 Recommandations du Comité.....	34
8.3 Consultation	35
8.4 Comités du conseil d’administration.....	35

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

8.5	Recommandation du Comité	35
8.6	Comités consultatifs	35
8.7	Recommandations du Comité.....	36
8.8	Tarifification	36
8.9	Recommandations du Comité	37
8.10	Accès des participants.....	37
8.11	Recommandation du Comité	39
8.12	Libre accès aux plateformes de négociation.....	40
8.13	Recommandations du Comité	41
8.14	Consultation.....	41
8.15	Règles des contreparties centrales	41
8.16	Recommandations du Comité	43
9.	Gestion du risque	44
9.1	Gestion des défaillances.....	45
9.2	Cadre de gestion globale des risques.....	46
9.3	Recommandations du Comité	49
10.	Systèmes et technologie	50
10.1	Recommandations du Comité	51
11.	Protection des actifs.....	52
12.	Communication de l'information	52
12.1	Recommandations du Comité	55
12.2	Consultation	55
13.	Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire	55
13.1	Infrastructure des contreparties centrales	59
14.	Questions supplémentaires en vue de la consultation	59

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

Le 2 novembre 2010, le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») sur les dérivés (le « Comité ») a publié le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le « Document de consultation 91-401 »)¹ pour présenter des propositions générales à cet égard. Le Comité sollicitait les commentaires du public sur les propositions et a reçu les mémoires de 18 parties intéressées².

Le Comité a continué de suivre les propositions réglementaires et l'évolution de la législation à l'échelle mondiale et d'y apporter sa contribution, ainsi que de collaborer avec la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), le ministère des Finances du Canada, les participants au marché et des organismes comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Conseil de stabilité financière (CSF) et le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC. Le présent document de consultation s'inscrit dans une série de huit documents donnant suite aux propositions réglementaires énoncées dans le Document de consultation 91-401 et propose des règles encadrant la compensation centralisée sur les marchés canadiens des dérivés de gré à gré. Il est à souhaiter que le présent document suscitera des commentaires et des discussions qui aideront les membres des ACVM à établir les politiques et la réglementation qui seront appliquées dans les divers territoires du Canada.

Le Comité travaille avec les organismes de réglementation étrangers sur des normes internationales qui définiront les règles que nous élaborons, notamment celles qui concernent la compensation par contrepartie centrale. Malgré son importance au pays, le marché canadien des dérivés de gré à gré ne représente qu'une part relativement petite du marché mondial et la majorité des opérations conclues par les participants au marché canadien le sont avec des contreparties étrangères. Il est donc essentiel d'établir pour ce marché des règles concordant avec les pratiques internationales pour faire en sorte que les participants au marché canadien aient pleinement accès au marché international et soient réglementés conformément aux principes internationaux. Le Comité continuera d'observer l'élaboration de normes internationales, d'y contribuer et notamment d'examiner les propositions de normes sectorielles relatives à la compensation par contrepartie centrale.

¹ Se reporter au <http://www.lautorite.gc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

² Les mémoires sont accessibles au public au <http://www.lautorite.gc.ca/fr/encadrement-marches-derives-gc.html>.

Sommaire

L'adoption d'obligations relative à la compensation par contrepartie centrale sera un élément clé de la réforme des marchés financiers du Canada : compenser de cette façon les opérations sur dérivés qui sont jusqu'ici compensées de façon bilatérale ou ne le sont pas du tout augmentera grandement la transparence des marchés pour les organismes de réglementation, mais aussi améliorera l'atténuation globale des risques. Voici le résumé des recommandations du Comité sur la question de la compensation par contrepartie centrale.

Obligation de compensation

Afin de respecter les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20, et conformément aux directives de l'OICV et du CSF en matière de normes internationales, le Comité propose que les membres des ACVM adoptent les mesures nécessaires pour rendre obligatoire la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré admissibles.

a) Le Comité propose de prendre des règlements obligeant les contreparties centrales à soumettre les dérivés ou catégories de dérivés aux organismes de réglementation pour qu'ils puissent les examiner, déterminer s'ils sont admissibles à la compensation par contrepartie centrale et, le cas échéant, décider que tous les participants au marché qui ne sont pas dispensés de l'obligation de compensation doivent les faire compenser par une contrepartie centrale.

b) Dans un premier temps, les membres des ACVM devront élaborer de concert des procédures pour déterminer les dérivés de gré à gré qui peuvent être compensés par contrepartie centrale et ceux d'entre eux qui doivent l'être, les facteurs pertinents à cette fin et les participants tenus de compenser leurs dérivés de gré à gré. Les membres des ACVM instaureront également des procédures de reconnaissance des contreparties centrales et d'approbation de leurs règles et politiques. Toutes les procédures suivront les meilleures pratiques internationales.

c) Les organismes canadiens de réglementation du marché devraient adopter une « approche ascendante » dans laquelle la contrepartie centrale soumet les dérivés de gré à gré à un organisme de réglementation du marché qui déterminera ceux qui sont admissibles à la compensation par contrepartie centrale et ceux d'entre eux qui sont soumis à cette obligation. Le Comité recommande d'y associer une « approche descendante » dans laquelle les membres des ACVM ont le pouvoir d'indiquer, parmi les dérivés de gré à gré que les contreparties centrales ne leur ont pas soumis selon l'approche ascendante, ceux qui devraient être assujettis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

d) Des règlements coordonnés au niveau des ACVM devraient établir les procédures à suivre et les critères à respecter pour déterminer si un dérivé doit être assujetti à l'obligation de

compensation par contrepartie centrale. Le Comité estime que les procédures d'évaluation devraient prévoir une période de consultation publique.

e) Le Comité estime qu'une période de consultation publique de 60 jours donnera suffisamment de temps pour formuler des commentaires. Il faudrait instaurer un protocole de communication entre les membres des ACVM pour faciliter le processus d'harmonisation.

f) Il faudrait tenir un registre des dérivés jugés soumis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale et le mettre à la disposition du public.

Compensation des opérations préexistantes (*back-loading*)

Le Comité propose que les participants au marché soient tenus de compenser par contrepartie centrale les nouvelles opérations sur dérivés de gré à gré dont la compensation par contrepartie centrale est, selon les organismes de réglementation, obligatoire. Les opérations sur dérivés conclues avant l'entrée en vigueur des règlements (les « opérations préexistantes ») qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale pourraient être compensées par une contrepartie centrale par novation à une date ultérieure. Le Comité estime que :

a) la compensation des opérations préexistantes devrait se faire de façon volontaire; en revanche, lorsque ces opérations font l'objet d'une novation ou d'une cession et deviennent ainsi de nouvelles opérations, elles devraient être assujetties à toute obligation de compensation;

b) les organismes de réglementation du marché devraient analyser l'information des référentiels centraux de données et d'autres sources afin d'établir s'il y a lieu d'ajouter des obligations de compensation des opérations préexistantes pour gérer les risques existants; ils effectueront l'analyse une fois qu'ils disposeront de suffisamment d'information des référentiels centraux.

Délais de compensation

Le Comité recommande que les opérations sur dérivés compensées volontairement, c'est-à-dire les opérations sur dérivés de gré à gré qui *ne* sont *pas* exécutées sur une place de négociation agréé ni assujetties à la compensation obligatoire, soient transmises rapidement à la contrepartie centrale (au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution).

Si un dérivé assujetti à une obligation de compensation est négocié sur une place de négociation reconnue, les contreparties doivent transmettre l'opération dès que possible.

Opérations intragroupe

Le Comité ne recommandera pas de prévoir de dispense générale pour les opérations intragroupe en raison des risques qui en résulteraient pour le marché dans son ensemble et pour les tiers. Il invite cependant les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur ce type d'opérations.

Reconnaissance des contreparties centrales

Les organismes canadiens de réglementation du marché devraient reconnaître et réglementer les contreparties centrales. Cet encadrement s'étendrait à l'approbation ou au refus de leurs règles et procédures, à la subordination de ces règles, dont le modèle de gestion du risque, à certaines conditions, à l'examen de leurs dépôts périodiques et leurs états financiers, et à la réalisation d'inspections périodiques et ponctuelles.

Gouvernance

Les contreparties centrales doivent adopter des politiques de gouvernance garantissant la gestion des conflits d'intérêts et la présence d'administrateurs indépendants au sein de leur conseil d'administration. Ce dernier doit établir des comités dotés d'une structure et d'un mandat appropriés pour remplir des fonctions clés en matière de gouvernance.

Tarification

La tarification, notamment en matière de compensation, doit être entièrement transparente pour les membres compensateurs, les clients, les organismes de réglementation et le public.

Accès des participants

Les contreparties centrales devraient établir des règles strictes en matière d'accès afin que ses membres compensateurs ne lui fassent pas courir de risque excessif et qu'ils puissent s'acquitter de leurs obligations, sans toutefois restreindre l'accès à des fins non concurrentielles. Par ailleurs, ces règles ne devraient pas interdire ou limiter indûment l'accès à leurs services, ni l'assortir de conditions excessives. La politique d'accès devrait prendre en considération la capacité du membre compensateur à remplir les responsabilités financières et opérationnelles inhérentes à sa relation avec la contrepartie centrale.

Libre accès aux plateformes de négociation

La réglementation devrait obliger les contreparties centrales à élaborer des politiques facilitant le libre accès aux plateformes de négociation. Ces politiques ne devraient pas interdire ou limiter

indûment l'accès aux contreparties centrales, quel que soit le mode ou le lieu d'exécution d'une opération. Les règles d'accès des contreparties centrales ne devraient entraîner de désavantage concurrentiel pour aucune plateforme de négociation.

Règles des contreparties centrales

Les règles et procédures des contreparties centrales, notamment les procédures en matière de défaillance, doivent être claires et détaillées. Aussi bien les organismes de réglementation du marché que les participants doivent avoir la certitude que ces règles seront suivies durant les périodes de tension du marché. Les règles devraient définir et limiter clairement les circonstances dans lesquelles les contreparties centrales peuvent invoquer des pouvoirs d'urgence afin que les participants comprennent et gèrent les risques et les coûts inhérents à leur participation à celles-ci. Entre autres règles :

- a) les contreparties centrales devraient veiller à ce que leurs procédures publiées en matière de défaillance soient respectées dans tous les cas et appliquer des processus de surveillance de la conformité et de traitement des cas de non-conformité; une procédure d'appel de leurs décisions devrait aussi être instaurée;
- b) les contreparties centrales doivent instaurer un processus d'adoption des règles prévoyant notamment leur présentation pour approbation aux organismes de réglementation, aux administrateurs et, le cas échéant, aux membres;
- c) les organismes de réglementation des contreparties centrales canadiennes et étrangères devraient élaborer et respecter des accords de coopération en matière de surveillance qui soient clairs et qui traitent de la réglementation des contreparties centrales assujetties à la réglementation de plusieurs territoires; ces protocoles devraient préciser le rôle des organismes de réglementation en matière de surveillance et de contrôle du modèle de gouvernance des contreparties centrales, de l'élaboration de leurs règles et de leurs activités; ils devraient aussi préciser les droits et responsabilités de tous les organismes de réglementation concernés et leur capacité d'agir pour régler des questions locales d'intérêt public.

Gestion du risque

La réglementation devrait obliger les contreparties centrales à élaborer et à appliquer un programme solide de gestion du risque, en accord avec les meilleures pratiques préconisées à l'échelle internationale et les principes applicables aux infrastructures du marché financier. Ce programme devrait être entièrement transparent pour les organismes de réglementation, les membres compensateurs les autres parties intéressées. Les contreparties centrales devraient notamment :

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

- a) disposer d'une structure d'urgence efficace et à paliers multiples comprenant une analyse rigoureuse des liquidités et la constitution de marges par les membres, une séquence de défaillance établissant clairement les étapes de financement à suivre en cas de défaillance d'un membre et les contributions exigées des membres ainsi que le montant en capital de la contrepartie centrale, le cas échéant, et tout fonds de sécurité ou toute assurance auxquels elle pourra avoir accès;
- b) effectuer une analyse exhaustive de tous les risques pertinents et appliquer des procédures appropriées de gestion du risque, comme des ajustements de marges et des décotes;
- c) imposer des limites de risque aux membres compensateurs;
- d) prévenir le ou les organismes de réglementation qu'un membre compensateur est menacé de défaillance ou que des procédures de défaillance sont entreprises;
- e) procéder régulièrement à des essais et des révisions de leurs systèmes de compensation, y compris les modèles et les procédures de défaillance, ainsi que des procédures et systèmes des membres compensateurs; ces essais devraient envisager des conjonctures de marché extrêmes mais plausibles;
- f) maintenir et appliquer des procédures rigoureuses d'établissement et de valorisation des prix;
- g) maintenir et appliquer des procédures d'approbation des produits visant à ce que les nouveaux produits compensés ne représentent pas un risque excessif pour elles et leurs membres;
- h) nommer un chef de la gestion du risque qui sera chargé d'introduire des procédures de gestion du risque et qui relèvera du conseil d'administration ou du comité de gestion du risque, selon le cas;
- i) soumettre les modèles de gestion du risque, notamment pour l'évaluation et le calcul des marges, à une révision et à une validation indépendantes;
- j) présenter régulièrement aux organismes de réglementation des rapports sur les risques auxquels elles sont exposées et leur mode de gestion;
- k) présenter aux organismes de réglementation des rapports financiers qui indiquent notamment le risque global auquel elles sont exposées.

Systemes et technologie

Le Comité estime que la réglementation encadrant les contreparties centrales au Canada devrait exiger un programme d'analyse et de surveillance du risque afin de cerner et de réduire les sources de risque opérationnel, particulièrement en ce qui concerne les systèmes et la technologie. Elle devrait exiger l'élaboration de contrôles et de procédures appropriés pour veiller à ce que les systèmes soient fiables, sûrs et dotés d'une extensibilité adéquate.

Communication de l'information

Le Comité recommande que chaque territoire représenté au sein des ACVM obtienne dans sa législation le pouvoir d'obliger les contreparties centrales à transmettre aux organismes de réglementation l'information nécessaire à la surveillance et d'établir la fréquence de transmission et la forme de l'information.

Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire

Étant donné que la majorité des contreparties aux opérations sur dérivés qu'ils concluent sont situées à l'extérieur du Canada, les participants au marché canadien devront de toute évidence faire appel à des contreparties centrales étrangères pour compenser, à tout le moins, certaines opérations sur dérivés de gré à gré. Le Comité estime que l'examen et la reconnaissance (ou la dispense de reconnaissance) de ces contreparties centrales doit être prioritaire pour que le Canada remplisse ses engagements du G20.

Commentaires et observations

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Il est conscient que certains participants au marché attendaient de consulter le présent document sur la compensation avant d'envoyer leurs commentaires sur les dispenses pour les utilisateurs finaux. Aussi acceptera-t-il tout commentaire portant sur les dispenses pour utilisateurs finaux relativement à la compensation.

Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La consultation prendra fin le 21 septembre 2012.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca).

Veillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Nova Scotia Securities Commission

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres autorités.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Derek West

Président du Comité des ACVM sur les dérivés

Directeur de l'encadrement des dérivés

Autorité des marchés financiers

514-395-0337, poste 4491

derek.west@lautorite.qc.ca

Michael Brady

Senior Legal Counsel

British Columbia Securities Commission

604-899-6561

mbrady@bcsc.bc.ca

Kevin Fine

Director, Derivatives Branch

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

416-593-8109

kfine@osc.gov.on.ca

Debra MacIntyre

Senior Legal Counsel, Market Regulation

Alberta Securities Commission

403-297-2134

debra.macintyre@asc.ca

Doug Brown

General Counsel and Director

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

204-945-0605

doug.brown@gov.mb.ca

Abel Lazarus

Securities Analyst

Nova Scotia Securities Commission

902-424-6859

lazaruah@gov.ns.ca

Susan Powell

Conseillère juridique principale

Commission des valeurs mobilières du Nouveau-

Brunswick

506-643-7697

susan.powell@nbsc-cvmnb.ca

1. Introduction

En septembre 2009, le G20 a appelé de ses vœux l'amélioration des marchés financiers internationaux, et ses membres se sont engagés à réformer les marchés et leur encadrement avant la fin 2012 (les « engagements du G20 »). Comme il est indiqué dans le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le « Document de consultation 91-401³ »), de nombreux efforts de collaboration internationale ont été entrepris par des groupes comme le Conseil de stabilité financière (CSF), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC⁴.

Le présent document énonce les propositions du Comité sur la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré. Il traite tout d'abord de l'obligation de compensation par contrepartie centrale et des approches par lesquelles déterminer les dérivés qui y seraient assujettis, ainsi que de la compensation des opérations préexistantes, des délais de compensation par contrepartie centrale et de la reconnaissance des contreparties centrales. Il intègre les principes du CSPR et de l'OICV intitulés *Principles for Financial Market Infrastructures* (les « principes applicables aux infrastructures du marché financier ») et en préconise l'application, particulièrement en matière de gouvernance, de tarification des contreparties centrales, d'accès, de gestion du risque ainsi que de systèmes et de technologie. Enfin, il s'intéresse à la protection des actifs, à la déclaration des opérations et à la coopération entre organismes de réglementation relativement aux contreparties centrales et infrastructures étrangères. Le Comité invite les participants au marché et le public à présenter des mémoires en réponse aux questions posées dans le présent document de consultation ainsi que sur tout autre point qui y est évoqué.

2. Compensation obligatoire

En 2009, les dirigeants du G20 ont convenu que tous les dérivés de gré à gré normalisés devraient être compensés par contrepartie centrale au plus tard fin 2012. Dans un modèle de contrepartie centrale, une fois l'opération exécutée, soit directement entre les deux contreparties, soit en bourse ou sur une plateforme de négociation électronique, la contrepartie centrale devient la contrepartie de chaque partie au contrat. La compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale permet de gérer plus efficacement le risque de crédit des contreparties, ce qui a pour effet d'atténuer les difficultés si l'une d'elles ne remplit pas ses obligations. Le G20 estime, et nombre d'organismes de réglementation du marché partagent cette opinion, que la compensation par contrepartie centrale peut contribuer à la stabilité de nos marchés financiers et

³ Se reporter au <http://www.lautorite.gc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

⁴ Le contrôle et la coordination de la mise en œuvre des réformes liées aux dérivés de gré à gré sont assurées par le CSF en collaboration avec l'OICV et le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement. Voir *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, octobre 2010 (« Réformes du CSF »), http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf, et *Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, novembre 2011, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104.pdf.

réduire le risque de marché. Nombre de dérivés faits sur mesure et se négociant purement de gré à gré et de façon bilatérale évoluent vers la normalisation et la compensation par contrepartie centrale, voire se négocient sur une plateforme électronique, et cette tendance se maintiendra⁵. De nouvelles incitations à compenser par contrepartie centrale apparaîtront pour les entités assujetties à une réglementation prudentielle en vertu du nouveau dispositif réglementaire de fonds propres de Bâle III. Cependant, cette évolution n'est pas linéaire et les intérêts divergents des marchés peuvent la perturber. Par conséquent, les membres du G20, dont les États-Unis et l'Union européenne (UE)⁶, ont exigé ou exigeront la compensation centrale des dérivés normalisés par voie d'obligations réglementaires.

En réponse au Document de consultation 91-401, certains intervenants se sont déclarés favorables à l'obligation de compenser par contrepartie centrale les dérivés de gré à gré admissibles à ce mode de compensation, tout en s'interrogeant sur les dérivés de gré à gré qu'il faudrait assujettir à cette obligation.

L'Association des banquiers canadiens (ABC) « [Traduction] *souscrit à la recommandation des ACVM de rendre obligatoire la compensation des dérivés de gré à gré qui sont jugés compensables et susceptibles de compensation* »⁷. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) se déclare « [Traduction] *très favorable à l'idée de rendre obligatoire la compensation des opérations sur dérivés qui sont jugées compensables* »⁸ mais recommande de prévoir « [Traduction] *une période assez longue entre le moment où la contrepartie centrale reçoit la permission de compenser un produit et celui où la compensation de ce dernier devient obligatoire* ».

Le Groupe TMX abonde dans ce sens :

[Traduction] *Nous faisons nôtre la recommandation de rendre obligatoire la compensation centrale des dérivés de gré à gré. Cette mesure est avantageuse au microniveau (celui des sociétés), car elle favorise la rentabilité du capital, les économies en matière de garanties et l'efficacité opérationnelle, mais aussi au macroniveau (celui du système), notamment pour ce qui est de la gestion du risque systémique. La résilience du système financier canadien s'en trouvera grandement améliorée, de même que l'efficacité globale de ces marchés*⁹.

⁵ Le Comité publiera prochainement un document de consultation sur la négociation.

⁶ L'Australie propose d'exiger par voie législative la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale, mais de prévoir les obligations par règlement seulement si nécessaire. Selon son rapport publié en mars 2012 (*OTC Derivatives Market Reform Considerations*), le conseil des organismes de réglementation financiers d'Australie indique que des incitations en matière de capitaux propres devraient suffire à favoriser la compensation par contrepartie centrale, mais qu'il fera un suivi serré pour voir si des obligations sont nécessaires. D'autres pays, comme l'Argentine, ont indiqué qu'ils ne jugent pas que leur marché des dérivés soit suffisamment important pour justifier l'intervention du législateur.

⁷ Mémoire de l'Association des banquiers canadiens aux ACVM, 2011 (le « mémoire de l'ABC »).

⁸ Mémoire de l'ISDA aux ACVM, le 14 janvier 2011 (le « mémoire de l'ISDA »).

⁹ Mémoire du TMX aux ACVM, Toronto, Ontario, le 24 janvier 2011.

Selon plusieurs intervenants, si la compensation par contrepartie centrale présente des avantages, elle impose le fardeau supplémentaire¹⁰ de déposer une marge¹¹, obligation qui pourrait dissuader les participants au marché de recourir aux dérivés pour gérer le risque, surtout les assureurs vie, les fonds gérés et les utilisateurs commerciaux finaux de dérivés.

Le Mouvement Desjardins a formulé le commentaire suivant en ce qui concerne la comptabilité de couverture :

De plus, les organismes de réglementation devraient tenir compte des règles comptables qui réservent des traitements avantageux pour les transactions taillées sur mesure dans un cadre de gestion des risques. La compensation obligatoire et la normalisation des dérivés de gré à gré ne devraient pas se traduire par une volatilité accrue dans les états financiers des utilisateurs¹².

Malgré leurs commentaires favorables à la compensation par contrepartie centrale, les intervenants ont exprimé plusieurs préoccupations légitimes. Elles seront abordées dans les pages qui suivent, et le Comité en tiendra compte lorsqu'il rédigera les projets de règlements et de dispenses à l'attention des ACVM¹³.

Pour accroître la transparence et réduire le risque systémique, les organismes de réglementation du marché et les infrastructures du marché financier mettront en œuvre des règles qui entraîneront des changements dans certaines pratiques actuelles, changements qui pourraient se traduire par une hausse des coûts. En revanche, il est concevable que les économies découlant de la compensation par contrepartie centrale puissent diminuer le coût des marges.

2.1 Recommandations du Comité

Après avoir étudié les mémoires reçus en réponse au Document de consultation 91-401, le Comité propose que les organismes canadiens de réglementation du marché prennent les mesures nécessaires pour rendre obligatoire la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré admissibles. Il recommande aussi que les membres des ACVM établissent des règles et des procédures :

¹⁰ Dans les contrats bilatéraux entre une institution financière et une institution non financière, la première peut accorder à son client un crédit sans constitution de garantie pour couvrir le dépôt de la marge initiale. Le coût du crédit est intégré au prix du dérivé, mais il peut ne pas être clair, pour le client, que l'opération repose en fait sur une entente de crédit. Une obligation de compensation par contrepartie centrale pourrait se traduire par une augmentation des exigences de garantie du fait que le client aurait à remplir des exigences en matière de marge initiale et de marge de variation.

¹¹ La marge initiale dans une situation de compensation par contrepartie centrale se compose généralement d'espèces ou de titres très liquides – des formes de garanties plus limitées que ce qui est généralement accepté dans un contexte de compensation bilatérale. Cela pourrait poser un problème de taille à des participants comme les assureurs et les gestionnaires d'actifs qui n'ont que des positions acheteur, lesquels sont habitués à donner en garantie une gamme de titres plus vaste.

¹² Le Mouvement des caisses Desjardins, mémoire du 13 janvier 2011 (le « mémoire de Desjardins »).

¹³ Voir la rubrique 6 *Dispenses de la compensation par contrepartie centrale*.

- de détermination des dérivés de gré à gré qui sont admissibles à la compensation centrale et de ceux d'entre eux qu'il faudrait soumettre à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, en décrivant les facteurs pertinents à cette fin;
- de détermination des participants tenus de compenser leurs dérivés de gré à gré;
- de reconnaissance des contreparties centrales;
- d'approbation des règles, procédures et politiques des contreparties centrales relatives à la compensation des dérivés de gré à gré.

3. Dérivés soumis à l'obligation de compensation

Le Comité estime que les avantages de la compensation centralisée, dont la réduction du risque de contrepartie et l'augmentation de la transparence réglementaire, justifient la compensation obligatoire par contrepartie centrale de la gamme la plus large possible de dérivés de gré à gré. Il est toutefois manifeste que certains dérivés de gré à gré demeureront faits sur mesure, et donc non normalisés, pour pouvoir couvrir efficacement les risques des participants au marché. Ces dérivés seront par définition tellement illiquides que leur imposer une obligation de compensation par contrepartie centrale reviendrait à faire courir un risque inacceptable à la contrepartie centrale ou la forcerait à imposer de lourdes exigences de marge, ce qui rendrait les opérations trop onéreuses pour les parties. Dans un cas comme dans l'autre, il en résulterait des inefficiences sur le marché, car l'obligation de compenser par contrepartie centrale les dérivés faits sur mesure reviendrait à en interdire l'utilisation. Par conséquent, il y a lieu d'instaurer un processus de détermination des produits soumis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

Le Comité propose de combiner deux approches : l'approche ascendante, dans laquelle l'organisme de réglementation du marché soumet à l'obligation de compensation par contrepartie centrale les dérivés de gré à gré qu'une contrepartie centrale compense ou se propose de compenser, et l'approche descendante, dans laquelle l'organisme de réglementation du marché a le pouvoir de déterminer les dérivés de gré à gré qu'il est souhaitable de compenser obligatoirement par contrepartie centrale, qu'une contrepartie centrale compense ou propose de les compenser ou non. Ces deux approches sont traitées en détail aux rubriques 3.1 et 3.2, ci-après.

Un des éléments clés de l'approche ascendante est que l'organisme de réglementation du marché reçoit des demandes pour tous les dérivés de gré à gré qu'une contrepartie centrale reconnue compense ou se propose de compenser, puis vérifie s'il est possible d'y appliquer l'obligation de

compensation¹⁴. À cette fin, l'organisme de réglementation du marché prend notamment en considération les facteurs suivants :

- les contrats sont ou peuvent être suffisamment normalisés pour être compensés par une contrepartie centrale;
- les instruments sous-jacents ou les marchés pour ceux-ci donnent suffisamment d'information sur l'établissement du prix;
- les contrats sont suffisamment liquides;
- les contrats pourraient faire courir des risques indus à la contrepartie centrale.

En outre, pour déterminer s'il convient d'imposer l'obligation de compensation, l'organisme de réglementation du marché comparera le risque pour le système financier si le dérivé de gré à gré continuait d'être compensé et réglé bilatéralement avec le risque qu'il ferait courir à la contrepartie centrale dans l'éventualité où elle le compenserait. Par exemple, si la contrepartie centrale n'est pas en mesure de gérer le risque d'un dérivé, celui-ci ne peut pas être assujéti à l'obligation de compensation. Les organismes de réglementation du marché devraient tenter d'atteindre une réduction nette du risque pour le système financier dans son ensemble.

1. Normalisation

Dans son rapport intitulé *Réformes du CSF*, le CSF recommande que les autorités élaborent des mesures incitant les participants au marché à utiliser des dérivés de gré à gré normalisés.

[Traduction] La normalisation est une condition clé de la compensation centrale et de la négociation en bourse ou sur les plateformes électroniques. Elle contribue aussi à la transparence du marché. Pour promouvoir l'appel du G20 à une utilisation accrue de ces façons de faire plus sûres, les autorités doivent prendre des mesures adéquates incitant les participants au marché à utiliser des produits normalisés. En particulier, elles devraient faire en sorte que les participants au marché n'aient aucun intérêt à utiliser des produits non normalisés pour contourner des obligations en matière de compensation centrale et de négociation¹⁵.

¹⁴ Comme nous le verrons ci-après, cette vérification est distincte des procédures d'adoption des règles de compensation des nouveaux dérivés par une contrepartie centrale. S'il ressort de la vérification qu'un dérivé présenté ne devrait pas être assujéti à l'obligation de compensation, la contrepartie centrale pourra tout de même continuer d'offrir de le compenser volontairement, sous réserve des procédures distinctes d'adoption des règles.

¹⁵ *Réformes du CSF*, p. 3.

Le Comité estime qu'il faut tenir compte de plusieurs facteurs pour déterminer le niveau de normalisation des dérivés de gré à gré. Nous proposons que les produits qui reposent sur des documents juridiques normalisés et largement acceptés et utilisés, dont des caractéristiques et des clauses normalisées, soient examinés pour déterminer s'il convient de les soumettre à la compensation obligatoire.

Il faudrait aussi prendre en compte le niveau de normalisation du processus transactionnel des dérivés de gré à gré, c'est-à-dire savoir si les produits se prêtent au traitement direct, qui s'entend de l'automatisation de l'ensemble du processus, du lancement au règlement de l'opération. Le traitement direct réduit le risque découlant du traitement manuel après opération et le potentiel de perturbation majeure que le dénouement des positions d'un membre défaillant fait peser sur le marché¹⁶.

Les autres facteurs à prendre en considération sont notamment les suivants :

- la négociation éventuelle du contrat sur une plateforme de négociation électronique;
- l'existence de conventions et pratiques normalisées dans le secteur pour faire face aux événements qui surviennent pendant le cycle de vie des dérivés.

2. Information adéquate sur l'établissement du prix

La transparence du prix des opérations est nécessaire pour soutenir le cadre de gestion du risque de la contrepartie centrale. Le calcul du montant des marges initiales requiert des renseignements historiques sur l'établissement du prix, notamment dans toutes les conjonctures du marché, pour calculer le montant des marges initiales. L'information courante sur l'établissement du prix est importante parce qu'elle permet à la contrepartie centrale de comprendre la variation des risques liés aux positions sur dérivés qui découle des facteurs de marché. Cette information est également nécessaire pour établir les exigences de marge de variation. De plus, les contreparties centrales devraient élaborer d'autres méthodes d'établissement du prix en cas de perturbation des canaux habituels. Au final, elles devraient avoir accès à suffisamment de données et être en mesure d'établir indépendamment le prix de ces instruments.

¹⁶ Pour un exposé des initiatives canadiennes en matière de traitement direct, voir l'Avis de consultation 24-401 des ACVM, *Document de discussion sur le traitement direct et avis de consultation, Supplément au bulletin sur les valeurs mobilières de l'Autorité des marchés financiers, 2004-06-11 Vol. 1 n° 19, 11 juin 2004* (le « Document de consultation 24-401 »), et l'Avis 24-301 des ACVM, *Réponses aux commentaires reçus sur le Document de discussion 24-401 sur le traitement direct, le projet de Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations, et le projet d'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations, Supplément au bulletin sur les valeurs mobilières de l'Autorité des marchés financiers, 2005-02-11 Vol. 2 n° 6, 11 février 2005*.

3. *Liquidité*

Pour se prêter à la compensation centralisée, les dérivés doivent être suffisamment liquides pour que la contrepartie centrale puisse gérer ses risques en cas de défaillance d'un participant. Dans ce cas, en effet, la liquidité lui laisserait le choix de transférer les positions du participant à un autre, de compenser son exposition à la contrepartie non défaillante en concluant un contrat de sens opposé avec une autre contrepartie, ou encore de liquider les positions.

En réponse au Document de consultation 91-401, l'ISDA a préconisé une application prudente du critère de la liquidité suffisante et recommandé certains paramètres pour évaluer la liquidité d'un produit :

[Traduction] Nous estimons qu'il faut appliquer très prudemment l'obligation de « liquidité suffisante ». Nous le soulignons de nouveau parce que la contrepartie centrale doit calculer la marge nette chaque jour et doit connaître le prix pour ce faire. Qui plus est, comme cette obligation s'applique pendant tout le cycle de vie de l'opération, la disponibilité du prix doit être garantie quelle que soit la conjoncture, compris si les marchés sont tendus.

Il faut approfondir l'analyse pour déterminer s'il existe une liquidité suffisante pour chaque catégorie de dérivés. Certains paramètres de liquidité pour chaque produit sont : un nombre minimal de teneurs de marché, la fréquence des opérations (quotidiennes), et la profondeur du marché (les opérations réalisées quotidiennement ne doivent pas être insignifiantes). Certains produits peuvent respecter ces exigences ou non, selon leur durée¹⁷.

4. *Risque excessif pour la contrepartie centrale*

La contrepartie centrale doit disposer de l'expertise et de la capacité opérationnelle nécessaires à une gestion efficace de tous les risques liés aux produits qu'elle compense. Elle doit disposer de la capacité, de la technologie et des ressources nécessaires pour gérer le volume et la taille des contrats liés à chacun de ces produits. Elle doit être à même de déterminer si un dérivé lui ferait courir un risque excessif et, en conséquence, ne devrait pas être compensé.

En réponse au Document de consultation 91-401, certains intervenants ont soulevé la question de la méthode que les organismes de réglementation devraient adopter pour savoir

¹⁷ Mémoire de l'ISDA.

quels dérivés de gré à gré seraient compensables. Plusieurs réponses mentionnaient des critères largement semblables à ceux évoqués ci-dessus et dans la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (la « loi Dodd-Frank »)¹⁸, mais certains intervenants en ont cité d'autres. Dans son mémoire, l'ABC se déclare favorable à la méthode présentée dans le Document de consultation 91-401 mais recommande un régime harmonisé avec la réglementation internationale et faisant intervenir les facteurs supplémentaires suivants :

[Traduction] *Étant donné qu'une grande partie des activités des institutions financières canadiennes en matière de dérivés (sauf les dérivés sur actions) fait intervenir des contreparties étrangères et qu'il est impératif d'harmoniser le régime canadien de réglementation des dérivés avec la réglementation internationale, les critères servant à déterminer les dérivés de gré à gré admissibles à la compensation devraient correspondre de manière générale avec ceux qui sont appliqués ou proposés en vertu des lois étrangères analogues, notamment : i) la réduction du risque systémique; ii) la liquidité des contrats; iii) la disponibilité d'information sur l'établissement ou l'évaluation du prix; iv) la capacité d'au moins une chambre de compensation (une « contrepartie centrale ») de traiter le volume de contrats; v) le niveau de protection des clients procuré par la contrepartie centrale; et vi) les coûts de la compensation*¹⁹.

Le Mouvement Desjardins a aussi recommandé que la détermination des opérations qui devraient être assujetties à l'obligation de compensation par contrepartie centrale prenne en compte des facteurs supplémentaires :

Desjardins approuve l'option recommandée [...] Les organismes de réglementation devraient prendre en compte les facteurs suivants :

- *Le volume du marché de l'instrument dérivé;*
- *Le nombre de participants du marché de l'instrument dérivé;*
- *La taille des participants du marché de l'instrument dérivé;*
- *La liquidité disponible des participants du marché de l'instrument dérivé;*
- *Les facteurs de l'instrument dérivé, c'est à dire la méthode d'évaluation du calcul de marge quotidien, les dates de paiement et l'échéance;*

¹⁸ Loi Dodd-Frank, sous-paragraphe 723(h)(2)(D).

¹⁹ Mémoire de l'ABC.

- *La complexité de l'instrument dérivé*²⁰.

3.1 Approche ascendante

Le Comité estime que les organismes de réglementation du marché devraient utiliser une approche ascendante lorsqu'une contrepartie centrale leur soumet des dérivés de gré à gré (ou un groupe, une catégorie ou un type de dérivés de gré à gré) qu'elle compense déjà ou se propose de compenser pour déterminer si les produits en question sont admissibles à la compensation par contrepartie centrale et s'il y a lieu de les assujettir à la compensation obligatoire. Cette approche ascendante leur fournirait de l'information sur la conception des contrats, les marchés et les sous-jacents, l'établissement du prix et les facteurs de risque, y compris les risques systémiques éventuels.

Pour se donner les moyens d'évaluer efficacement si un produit est admissible à la compensation par contrepartie centrale et devrait être soumis à l'obligation de compensation, les organismes de réglementation du marché devraient préciser clairement l'information qu'ils s'attendent à recevoir de la contrepartie centrale selon l'approche ascendante. La soumission de la contrepartie centrale comprendrait, entre autres, une description des caractéristiques principales du produit, le type de transaction dont le produit fait l'objet (par exemple, sur une plateforme de négociation électronique), les modalités du cadre de gestion du risque de la contrepartie centrale et l'échéancier de la contrepartie centrale pour commencer à compenser le produit.

Qui plus est, les organismes de réglementation du marché devraient, une fois reçue la soumission d'une contrepartie centrale, suivre des procédures transparentes et précises pour déterminer s'il convient d'imposer l'obligation de compensation. De manière générale, ces procédures consisteraient notamment à recueillir de l'information sur le produit et les marchés sur lesquels il se négocie ainsi que les restrictions éventuelles auxquelles la contrepartie centrale peut être assujettie, et à consulter les parties intéressées, dont les autres organismes de réglementation, pour s'aider dans l'évaluation du produit, le cas échéant.

Ce processus de détermination ascendant est distinct des processus actuels d'approbation des règles des chambres de compensation²¹. La Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis précise en quoi consistent les différentes obligations de dépôt :

[Traduction] *La chambre de compensation qui envisage d'admettre un swap sur titres à la compensation doit le soumettre à la Commission pour lui permettre de*

²⁰ Mémoire de Desjardins.

²¹ En Ontario, les « agences de compensation » doivent soumettre leurs modifications de règles à la CVMO; au Québec, les chambres de compensation peuvent autocertifier que les modifications de règles respectent la *Loi sur les dérivés*, mais l'Autorité des marchés financiers peut examiner cette autocertification à tout moment.

décider si le swap ou un groupe, une catégorie ou un type de swaps sur titres doit être compensé. Comme nous l'indiquons dans la section I, lorsque l'admission d'un swap sur titres (ou d'un groupe, d'une catégorie ou d'un type de swaps sur titres) à la compensation constitue un changement dans une politique, une pratique ou une interprétation de la chambre de compensation, celle-ci doit également déposer un projet de modification de ses règles. Dans ce cas, la Commission doit déterminer i) s'il convient d'approuver le projet de modification des règles de la chambre de compensation pour permettre la compensation du swap sur titres et ii) si le swap sur titres est assujéti à la compensation obligatoire²².

En réponse au Document de consultation 91-401, plusieurs intervenants, dont le Working Group of Commercial Energy Firms, ont déclaré que l'approche ascendante est la plus appropriée :

[Traduction] Le groupe de travail est favorable à la recommandation du Comité de n'appliquer l'obligation de compensation centralisée qu'aux contrats normalisés. Il sera probablement toujours difficile de définir ce qu'est un « contrat normalisé ». La meilleure solution est donc que les contreparties centrales [...] indiquent les contrats qui pourraient être visés par l'obligation de compensation centralisée et, sur demande, que les organismes de réglementation déterminent si ces contrats sont compensables par une contrepartie centrale. Les organismes de réglementation devraient en aviser le public et l'inviter à leur indiquer si, selon lui, un contrat donné est compensable par une contrepartie centrale²³.

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis a établi, en vertu de la loi Dodd-Frank, un règlement énonçant les critères qu'elle doit appliquer pour désigner lesquels des dérivés que lui soumettent les contreparties centrales sont assujéti à la compensation obligatoire.

La CFTC prend sa décision d'après l'information présentée par la contrepartie centrale, et notamment : la garantie que l'organisme de compensation désigné est autorisé à admettre un dérivé, l'information sur l'existence d'un montant notionnel significatif, d'un marché liquide pour les dérivés négociés et de données adéquates sur l'établissement du prix, l'information sur les règles et l'expertise de l'organisme de compensation désigné, l'information sur l'effet de la compensation du dérivé sur l'atténuation du risque systémique, l'existence d'une certitude juridique en cas d'insolvabilité de l'organisme de compensation désigné concerné ou d'un ou plusieurs de ses membres compensateurs, les caractéristiques du produit, les normes d'admissibilité des participants, les sources, modèles et procédures d'établissement du prix, les

²² *Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011, p. 44464 et suivantes*

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>.

²³ Mémoire du Working Group of Commercial Energy Firms aux ACVM, 14 janvier 2011,

http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20110114_91-401_mcindoeed_menezesm_sweenevr.pdf, p. 4.

procédures de gestion du risque, les règles et procédures ainsi que toute autre information demandée par la Commission²⁴.

La SEC a proposé des lignes directrices destinées aux contreparties centrales pour démontrer leur conformité aux critères prévus par son projet de règlement pris en vertu de la loi Dodd-Frank. Ces lignes directrices portent notamment sur l'information que les contreparties centrales devraient fournir si elles se proposent de compenser un swap ou une catégorie de swaps :

[Traduction] Dans sa description du swap sur titres ou de tout groupe, catégorie ou type de swaps sur titres qu'elle compte admettre, la chambre de compensation peut indiquer les caractéristiques du produit, en joignant, le cas échéant, des exemplaires de la documentation juridique normalisée, des modalités contractuelles généralement acceptées [...] des pratiques normalisées de gestion et de communication des événements du cycle de vie du swap sur titres et des ajustements connexes, ainsi que la façon dont l'information contenue dans la confirmation de l'opération est transmise. La chambre de compensation peut également exposer sa capacité financière et opérationnelle d'assurer des services de compensation à tous ses clients, sous réserve des obligations de compensation applicables au swap sur titres. Enfin, la chambre de compensation peut inclure une analyse de l'effet de l'obligation de compensation sur le marché du groupe, de la catégorie ou du type de swaps sur titres, aux États-Unis et à l'étranger, notamment l'effet possible sur la liquidité et l'activité du marché, l'utilisation de swaps sur titres par des participants directs et indirects au marché ainsi que tout risque de perturbation du marché ou tout avantage potentiel pour celui-ci. Cette analyse peut indiquer si les membres de la chambre de compensation disposent de la capacité opérationnelle et financière d'absorber les demandes de compensation (notamment des participants ayant indirectement accès au marché) qui pourraient résulter de la décision d'exiger la compensation du swap²⁵.

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a aussi élaboré une méthode d'évaluation de l'admissibilité des dérivés de gré à gré à la compensation²⁶. À l'heure actuelle, elle travaille à la mise en œuvre de normes techniques qui toucheront tous les dérivés de gré à gré conclus par

²⁴ *Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011, p. 44464 et suivantes*

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>.

²⁵ *Federal Register / Vol. 75, No. 250 / Thursday, December 30, 2010 / Proposed Rules, p. 82490 et suivantes, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2010-12-30/pdf/2010-32085.pdf>, p. 82495.*

²⁶ On a proposé que la contrepartie centrale qui reçoit l'approbation de compenser un dérivé en avise l'AEMF, laquelle disposerait alors de six mois pour déterminer si la catégorie de dérivés pertinente devrait être soumise à l'obligation de compensation. L'AEMF doit évaluer : la réduction du risque systémique dans le système financier, la liquidité des contrats, la disponibilité d'information sur l'établissement du prix, la capacité de la contrepartie centrale de traiter le volume, et le niveau de protection procuré au client par la contrepartie centrale. Une consultation publique serait tenue.

deux contreparties financières, une contrepartie financière et une contrepartie non financière, et deux contreparties non financières²⁷.

Le marché, le dérivé, la contrepartie centrale et les contreparties constituent les facteurs à prendre en considération pour déterminer si un dérivé devrait être assujéti à l'obligation de compensation. Cette analyse devra tenir compte des caractéristiques propres au marché canadien, telles que la taille et la profondeur de la liquidité ou l'homogénéité des participants au marché (lorsque leurs portefeuilles ont des profils de risque très proches). L'approche ascendante peut être complétée par l'approche descendante abordée ci-dessous.

3.2 Approche descendante

Selon l'approche descendante, les organismes de réglementation du marché analysent les données de marché, et notamment celles fournies par les référentiels centraux de données, pour relever les dérivés ou catégories de dérivés qu'il pourrait y avoir lieu de soumettre à l'obligation de compensation centrale. Les organismes canadiens de réglementation du marché examineraient aussi les décisions des organismes de réglementation étrangers exigeant la compensation de certains dérivés ou catégories de dérivés.

Si l'examen des données conduit les organismes canadiens de réglementation du marché à conclure qu'un instrument se prête à la compensation par contrepartie centrale, nous effectuerons une analyse du marché, en consultant notamment les contreparties centrales pertinentes, et déciderons ensuite si un dérivé ou une catégorie de dérivés est compensable et doit par conséquent être compensé par une contrepartie centrale reconnue, ou s'il ne respecte pas les critères d'admissibilité et n'est donc pas assujéti à la compensation obligatoire. La décision tiendra compte des facteurs susmentionnés : normalisation du dérivé, liquidité du marché, possibilité d'établir le prix avec précision, risque que le dérivé pourrait faire courir à la contrepartie centrale et coût pour les participants au marché.

La CFTC a proposé dans le nouveau paragraphe 39 un processus d'examen des dérivés qui n'ont pas été admis à la compensation :

[Traduction] (1) La Commission examine en continu les swaps qui n'ont pas été admis à la compensation par une chambre de compensation de dérivés pour décider s'ils doivent être compensés. Dans le cadre de ces examens, elle utilise l'information fournie conformément à ses règlements par des référentiels centraux de données de swaps, des courtiers en swaps et les principaux participants à ce marché ainsi que toute autre information disponible.

²⁷ Conseil de l'Union européenne, 14 juin 2011, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les transactions sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* (« UE, 14 juin 2011 »), p. 34.

[...]

(3) Si aucune chambre de compensation de dérivés n'a admis à la compensation un swap, un groupe, une catégorie ou un type de swaps qui, selon la Commission, serait assujetti à l'obligation de compensation, la Commission prend les mesures suivantes :

(i) elle enquête sur les faits et circonstances pertinents;

(ii) dans les 30 jours de la fin de son enquête, elle délivre un rapport public faisant état de ses conclusions;

(iii) elle prend les mesures qu'elle juge nécessaires et dans l'intérêt public, et peut notamment exiger des parties au swap, au groupe, à la catégorie ou au type de swaps qu'elles conservent une marge adéquate ou des fonds propres suffisants²⁸.

Les contreparties centrales sont les mieux placées pour déterminer si un dérivé donné leur ferait courir un risque excessif, à elles ou à leurs membres, s'il était compensé. Le CSF note que « [Traduction] les autorités devraient déterminer les produits à soumettre à l'obligation de compensation, mais ne devraient obliger aucune contrepartie centrale à compenser un produit dont elle ne peut gérer le risque efficacement ni exiger la compensation par contrepartie centrale dans les situations qui ne correspondent pas aux objectifs du G20²⁹ ».

Les organismes de réglementation du marché peuvent conclure qu'un dérivé est suffisamment normalisé et remplit les obligations réglementaires pour être compensé par contrepartie centrale. Toutefois, c'est à la contrepartie centrale que devrait revenir la décision de compenser un dérivé ou non en fonction de son analyse du risque (et non pour des raisons anticoncurrentielles).

L'approche descendante permettra aux organismes de réglementation d'acquérir et de maintenir une compréhension des dérivés négociés, de l'évolution du marché et de l'application qui est faite des objectifs du G20. En outre, elle leur donnera l'occasion d'entreprendre des discussions sur les avantages, notamment en matière de gestion du risque, de compenser certaines catégories de dérivés.

Le Comité observe aussi que les facteurs utilisés pour déterminer si un dérivé peut être compensé, comme la profondeur du marché et la liquidité, la possibilité d'établir les prix de manière efficiente et précise ainsi que le risque que les dérivés de gré à gré font courir aux contreparties centrales, évoluent constamment et changeront avec le temps. Les organismes de réglementation les

²⁸ *Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011, p. 44464 et suivantes, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>, p. 44474.*

²⁹ *Réformes du CSF, p. 4.*

analyseront périodiquement et se serviront de l'approche descendante pour déterminer s'ils doivent toujours assujettir un dérivé de gré à gré donné à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Si l'analyse révèle une telle détérioration des facteurs qu'un dérivé ne se prête plus à la compensation centrale, les organismes de réglementation du marché publieront leurs conclusions et demanderont une consultation publique avant de décider s'il convient de ne plus soumettre le dérivé à cette obligation.

3.3 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les organismes de réglementation du marché adoptent des règles de détermination des dérivés admissibles à la compensation par contrepartie centrale qui s'inspirent des meilleures pratiques internationales, notamment celles que la CFTC et l'AEMF élaborent actuellement. Il estime qu'une approche coordonnée de détermination des dérivés à soumettre à la compensation obligatoire selon les approches ascendante et descendante donnera des certitudes au marché et garantira une analyse cohérente du risque.

Par ailleurs, le Comité propose que les organismes de réglementation du marché tiennent un registre des dérivés jugés admissibles à la compensation centrale et assujettis à la compensation obligatoire par contrepartie centrale et le mettent à la disposition du public sur les sites Web des membres du Comité.

Le Comité propose les organismes de réglementation du marché prennent des règlements qui obligent les contreparties centrales à soumettre aux organismes de réglementation tous les dérivés ou catégories de dérivés pour qu'ils puissent les examiner et décider, le cas échéant, si tous les participants au marché qui ne sont pas dispensés de l'obligation de compensation doivent les compenser. Il propose de prévoir par règlement la procédure à suivre et les critères à appliquer pour prendre cette décision. Il estime également que la procédure devrait prévoir une période de consultation publique.

Le Comité est d'avis qu'une période de consultation publique de 60 jours, à l'instar de ce que proposent les organismes de réglementation américains, donnerait suffisamment de temps aux participants intéressés pour formuler des commentaires. Il propose que cette période de consultation s'inscrive dans une période d'examen réglementaire pour que les décisions en matière de compensation soient prises dans un délai raisonnable. Le Comité recommande d'instaurer un protocole de communication entre les membres des ACVM pour harmoniser le processus d'examen.

Pour chacune de ces approches, le Comité propose d'instaurer une procédure claire pour publier les décisions. Cette procédure prévoirait une période de consultation publique de 60 jours et des consultations auprès des contreparties centrales appelées à compenser les instruments. Si une contrepartie centrale n'admet pas à la compensation un dérivé jugé assujetti à la compensation

obligatoire, l'organisme de réglementation du marché effectuera d'autres analyses et publiera un rapport faisant état de ses conclusions. Cette analyse pourrait conduire à l'établissement d'exigences de fonds propres minimaux ou de marge minimale pour les dérivés compensés de façon bilatérale ou à l'introduction d'autres restrictions sur les opérations.

Le Comité propose également de recourir à l'approche descendante pour déterminer si un dérivé déjà assujéti à la compensation obligatoire par contrepartie centrale demeure compensable de cette façon. Si les organismes de réglementation jugent qu'un dérivé ne doit plus être assujéti à cette obligation, ils lanceront une consultation publique sur leurs conclusions avant de conclure leur évaluation et d'arrêter leur décision.

Par ailleurs, il faudra poursuivre l'élaboration de normes internationales pour déterminer les dérivés à assujéti à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Il est à noter que la législation en matière de confidentialité en vigueur dans certains pays pourrait rendre difficile, voire impossible, d'obtenir de l'information sur un dérivé ou le marché sous-jacent, ce qui compliquerait d'autant ce processus.

4. Compensation des opérations préexistantes (*back-loading*)

Les dérivés qui ne sont pas compensés ou le sont de façon bilatérale et qui préexistaient à l'instauration de l'obligation de compensation pourraient profiter de la compensation par contrepartie centrale. Or, exiger la compensation « rétroactive » (*back-loading*) de ces opérations par une contrepartie centrale présente des aspects d'une grande complexité, tels que la négociation des contrats et l'annulation des accords de garantie.

L'UE a proposé que les opérations sur dérivés conclues après l'instauration de la compensation obligatoire ou qui ont été conclues ou fait l'objet d'une novation après la mise en œuvre de la réglementation, mais avant l'instauration de la compensation obligatoire, soient compensées par une contrepartie centrale reconnue si leur date d'échéance est postérieure à une date que doit fixer l'AEMF.

Le Comité n'ignore pas que l'obligation de compenser des opérations préexistantes entraînerait des coûts non négligeables pour les participants au marché sans leur procurer d'avantage notable dans certaines situations, particulièrement lorsque les dérivés de gré à gré doivent être conclus à brève échéance. Selon le Comité, il faut sopeser les coûts et les avantages de la compensation rétroactive pour déterminer ce qui convient le mieux à nos marchés.

4.1 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les participants soient tenus de compenser les nouvelles opérations sur dérivés de gré à gré qui sont jugées assujétiées à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. La compensation des opérations préexistantes devrait se faire de façon volontaire. Cependant, les opérations préexistantes sur dérivés à compensation obligatoire qui font l'objet

d'une novation ou d'une cession (et deviennent ainsi de nouvelles opérations) seront soumises à l'obligation de compensation. Une fois que les organismes de réglementation du marché disposeront de suffisamment de données des référentiels centraux et d'autres sources, le Comité propose qu'ils les examinent afin de déterminer si d'autres obligations de compensation des opérations préexistantes sont appropriées.

4.2 Consultation

Question 1 : Selon vous, les caractéristiques de certaines catégories de dérivés de gré à gré les rendent-elles admissibles à la compensation par contrepartie centrale d'après les facteurs exposés dans le présent document? Dans l'affirmative, quelles catégories d'actifs en seraient exclues et pour quelles raisons?

Question 2 : Pour quelles catégories d'actifs considérez-vous que la compensation par contrepartie centrale est inappropriée ou n'est pas actuellement faisable selon les facteurs exposés dans le présent document et pour quelles raisons?

Question 3 : Quels sont les coûts et les risques de la transition de certains dérivés ou catégories de dérivés à la compensation par contrepartie centrale dont les organismes de réglementation devraient tenir compte dans leur décision de soumettre ou non un dérivé à l'obligation de compensation par contrepartie centrale?

5. Délais de compensation

Pour gérer le risque, il est essentiel que les contreparties déclarent rapidement les opérations sur dérivés à une contrepartie centrale et que celle-ci accepte ou refuse de les compenser dans les plus brefs délais, car cela réduit la possibilité que le risque de marché n'entraîne des pertes inutiles s'il se produit une variation importante de la valeur ou un autre événement de marché avant la compensation.

La CFTC propose ce qui suit :

[Traduction] Tel qu'il était proposé, le projet de disposition 39.12(b)(7)(ii) exigeait que les organismes de compensation désignés acceptent dès leur exécution toutes les opérations exécutées sur un [marché de contrats désigné] ou une [plateforme d'exécution de swaps]. Certains organismes de compensation désignés et d'autres intervenants ont dit craindre que cette obligation n'expose ces organismes à des risques injustifiés puisqu'ils doivent pouvoir sélectionner les opérations d'après leur conformité aux règles applicables des chambres de compensation qui se rapportent aux critères sur les produits et le crédit. La Commission reconnaît que, même si, à l'heure actuelle, certains marchés à terme acceptent les opérations pour compensation dès leur exécution, il pourrait être impossible d'en faire autant pour l'ensemble des marchés pour lesquels il y a compensation. Ainsi, lorsqu'un même produit compensé est négocié sur plusieurs systèmes d'exécution,

l'organisme de compensation désigné doit pouvoir regrouper le risque des opérations qui lui sont soumises afin de veiller à ce que le membre compensateur ou le client n'exécède pas ses limites de crédit. La Commission propose donc de modifier cette disposition afin de permettre aux organismes de compensation désignés de sélectionner les opérations d'après les critères applicables aux produits et au crédit avant de les accepter ou de les refuser. Conformément aux principes en matière de libre accès, la proposition exigerait que ces critères ne soient pas discriminatoires à l'égard des places de négociation et des participants à la compensation. La Commission reste d'avis que l'acceptation ou le refus d'une opération pour compensation presque en temps réel est indispensable à une gestion efficace du risque et à un fonctionnement efficient des places de négociation. Plutôt que d'établir un délai précis, elle propose une norme consistant à opérer compensation « dès qu'il est technologiquement possible de le faire si des systèmes entièrement automatisés sont utilisés ». Elle s'attend à ce que, selon cette norme, le délai nécessaire pour opérer compensation se compte en millisecondes ou en secondes ou, au plus, en quelques minutes, et non en heures ou en jours³⁰.

5.1 Recommandations du Comité

Le Comité estime que les contreparties canadiennes devraient être tenues de transmettre leurs opérations assujetties à l'obligation de compensation à une contrepartie centrale reconnue dès que possible et, dans tous les cas, au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution. Il est également d'avis que les contreparties centrales devraient être tenues d'examiner chaque opération dès que possible pour veiller à ce qu'elle soit conforme à leurs règles et ne leur fait pas courir de risque excessif. Elles devraient communiquer leur décision de l'accepter ou de la refuser dès que l'examen est terminé, et au plus tard à la fin du jour ouvrable.

Pour les dérivés qui sont compensés volontairement, soit les opérations sur dérivés de gré à gré qui ne sont pas exécutées sur une place de négociation agréé ni assujetties à la compensation obligatoire, le Comité recommande que la contrepartie centrale recevant de telles opérations rapidement, c'est-à-dire au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution, soit assujettie à la même obligation de les accepter ou de les refuser avant la fin du jour ouvrable.

Si un dérivé assujetti à l'obligation de compensation est négocié sur une place de négociation reconnue, les contreparties (ou la place de négociation agissant en leur nom) doivent transmettre l'opération dès que possible. Il est préférable que ce processus soit entièrement automatisé et que les systèmes des places de négociation et des contreparties centrales soient intégrés.

³⁰ *Federal Register / Vol. 76, No. 147 / Monday, August 1, 2011 / Proposed Rules*, p. 45732-3, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-19365a.pdf>, p. 45732-3.

5.2 Consultation

Question 4 : Le report d'une transmission, qu'il se mesure en minutes, en heures ou en jours, engendre-t-il des risques, notamment de contrepartie, d'une importance telle qu'il est nécessaire de fixer un délai strict pour transmettre les opérations à une contrepartie centrale et pour que celle-ci les accepte?

6. Dispenses de la compensation par contrepartie centrale

La plupart des opérations sur dérivés devront être compensées par contrepartie centrale, mais certaines opérations conclues par certaines catégories de participants seront cependant dispensées de cette obligation.

6.1 Utilisateurs finaux

Le Comité a proposé une dispense pour certains utilisateurs finaux dans le Document de consultation 91-405 des ACVM, *Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux*³¹, publié le 13 avril 2012. Ce document décrivait la dispense et invitait les intervenants à se prononcer sur certaines questions qu'elle soulève.

6.2 Opérations intragroupe

L'Union européenne a proposé de dispenser les « transactions intragroupe » de l'obligation de compensation³². La proposition³³ définit les « transactions intragroupe », et ce sont essentiellement des opérations effectuées entre deux entités apparentées, appartenant au même groupe ou ayant des liens et, dans le cas d'institutions financières, qui sont comprises dans les mêmes états financiers consolidés, et dont les contreparties sont soumises aux mêmes procédures d'évaluation, de mesure et de contrôle des risques³⁴.

Certains commentateurs américains plaident en faveur d'une dispense pour ces opérations. Ils font valoir que les opérations intragroupe servent généralement à regrouper le risque au sein d'un même registre ou portefeuille. Ils soutiennent qu'en rendant obligatoire la compensation de ces opérations, on ne fait que multiplier le nombre d'opérations compensées sans toutefois réduire les risques pour la contrepartie centrale. Dans son mémoire présenté à la SEC et à la CFTC, JP Morgan fait valoir qu'en raison de la mutualisation des risques inhérente aux contreparties centrales, l'introduction de swaps additionnels et, dans les faits, inutiles auprès des chambres de compensation se traduirait par un accroissement plutôt que par une réduction du risque systémique³⁵. De surcroît, l'ISDA postule que l'augmentation des exigences de marge qui en résulterait pourrait donner lieu à la surutilisation des liquidités du groupe³⁶. Ainsi, si les

³¹ Se reporter au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012avril13-91-405-cons-fr.pdf>.

³² UE, 14 juin 2011, paragraphe 3(a).

³³ *Ibid.*, paragraphe 2(a).

³⁴ L'Union européenne aborde également la question des dispenses pour les contreparties qui font partie du même système de protection institutionnel, *Ibid.* paragraphe 2(a).

³⁵ Voir le mémoire de J.P. Morgan à la CFTC et à la SEC, 3 juin 2011.

³⁶ Voir le mémoire de l'ISDA à la CFTC, 22 décembre 2010, p. 9.

contreparties sont contrôlées par la même entité et qu'essentiellement, les positions se compensent l'une l'autre, ces opérations n'ajoutent, d'un point de vue comptable, aucun risque implicite.

6.3 Consultation

Le Comité estime qu'il faut considérer toute dispense de l'obligation de compenser les opérations intragroupe à la lumière de deux situations : i) lorsque l'opération intervient entre deux entités liées qui ont accès aux mêmes capitaux fournis par l'une d'elles ou la société mère; et ii) lorsque l'opération est conclue entre deux entités liées qui sont financées séparément de sorte que l'opération entraîne un changement du risque couru par chacune d'elles à l'égard de tiers.

Le Comité craint qu'une dispense générale de l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les opérations intragroupe ne se traduise, dans certains cas, par une augmentation du risque pour le marché ou les tiers. C'est pourquoi il ne propose pas de prévoir de dispense de cet ordre.

Question 5 : Le Comité voudrait savoir s'il est approprié de dispenser les opérations intragroupe de l'obligation de compensation par contrepartie centrale, quels risques ces opérations peuvent faire peser sur le marché et quel serait le coût de leur transfert à une contrepartie centrale.

7. Reconnaissance des contreparties centrales

Vu l'importance des contreparties centrales dans les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20, le Comité recommande que les contreparties centrales soient reconnues pour exercer des activités au Canada³⁷. La reconnaissance par un organisme canadien de réglementation du marché sera obligatoire si la contrepartie centrale exerce des activités ou offre des services de compensation à une personne exerçant des activités ou résidant dans le territoire de compétence de l'organisme. Cela ne se limite toutefois pas à la présence physique de la contrepartie centrale : la contrepartie centrale présente dans une autre province canadienne ou à l'étranger peut exercer des activités dans d'autres territoires du Canada à partir desquels elle offre des services à des personnes qui résident dans un territoire ou sont inscrites pour y exercer des activités. Certains organismes de réglementation du marché peuvent la dispenser de l'obligation de reconnaissance, à certaines conditions et sous réserve qu'elle soit encadrée adéquatement dans son territoire d'origine et que d'autres facteurs soient respectés.

Pour être reconnue, la contrepartie centrale devrait démontrer qu'elle respecte les principes applicables aux infrastructures du marché³⁸ et certains critères relatifs à la gouvernance, à la

³⁷ Actuellement, seuls l'Alberta, le Québec et l'Ontario exigent la reconnaissance des contreparties centrales ou la dispense de cette obligation (une « chambre de compensation » au Québec et une « agence de compensation » en Ontario et en Alberta). D'autres territoires ont proposé ou proposeront des modifications législatives afin d'exiger la reconnaissance des contreparties centrales.

³⁸ Voir la rubrique 8 *CSPR-OICV*.

tarification, à l'accès, aux règles, à l'application régulière de la loi, à la gestion du risque, aux systèmes et à la technologie, à la viabilité et à l'information financières, à la fiabilité opérationnelle, à la protection des actifs, à l'impartition, à l'échange d'information et à la coopération réglementaire³⁹.

7.1 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les organismes de réglementation du marché se voient confier la reconnaissance et la réglementation des contreparties centrales. Il propose que ces organismes aient le pouvoir d'assortir de conditions la reconnaissance ou la dispense de reconnaissance de ces entités, d'approuver ou de refuser leurs règles et procédures, de subordonner ces règles, dont leur modèle de gestion du risque, à certaines conditions, de recevoir et d'examiner leurs dépôts périodiques, dont leurs états financiers, et de procéder à des inspections régulières et ponctuelles.

8. CSPR – OICV

En 2001, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) a publié le rapport intitulé *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*⁴⁰. En novembre 2004, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont publié conjointement le document intitulé *Recommendations for Central Counterparties* (les « RCCP »)⁴¹. Ces documents sont devenus la norme mondiale en matière de structure et de surveillance des contreparties centrales. Une révision de ces normes entreprise en janvier 2010 a mené à la publication d'un rapport consultatif en mars 2011 et à la publication finale des principes applicables aux infrastructures du marché financier en avril 2012.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier décrivent les risques auxquels sont exposées ces infrastructures, notamment les contreparties centrales. Ils prennent la forme d'indications générales mais polyvalentes sur le thème des risques et de l'efficacité. Certains principes proposent des exigences minimales, d'autres de meilleures pratiques, et d'autres encore « [Traduction] partagent un sujet commun et important »⁴².

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier introduisent certaines dispositions touchant des points qui n'étaient pas traités dans les normes précédentes. Ainsi, ils posent de nouveaux principes portant sur la séparation et la transférabilité, la participation par paliers et le risque économique général.

Le Comité propose d'intégrer les principes applicables aux infrastructures du marché financier pour établir les obligations des contreparties centrales reconnues au Canada. Une analyse plus approfondie pourrait s'avérer nécessaire du fait que les particularités du marché canadien, comme

³⁹ Avis 24-702 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Regulatory Approach To Recognition and Exemption From Recognition of Clearing Agencies*, (2010) 33 OSCB 2325, accessible à l'adresse suivante : http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20100319_24-702_clearing-agencies.pdf.

⁴⁰ Se reporter au <http://www.bis.org/publ/cpss43fr.pdf>.

⁴¹ Se reporter au <http://www.bis.org/publ/cpss61.pdf>.

⁴² Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 12.

les volumes d'opérations, la profondeur de la liquidité ou le nombre limité de contreparties, pourraient requérir l'adoption d'une démarche plus prudente ou restrictive.

8.1 Gouvernance

La contrepartie centrale doit veiller à ce que sa structure de gouvernance prenne en compte la question des conflits d'intérêts, des normes d'accès, de la gestion du risque, de la concentration de la propriété, de la rémunération de la direction, de la représentation au sein du conseil d'administration et de la transparence du conseil, tout en servant raisonnablement l'intérêt public et les intérêts des principales parties intéressées. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier énoncent ce qui suit :

[Traduction] *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de mécanismes de gouvernance clairs et transparents qui assurent sa sécurité et son efficacité et qui soutiennent la stabilité du système financier dans son ensemble et d'autres éléments d'intérêt public pertinents, ainsi que la poursuite des objectifs des parties intéressées*⁴³.

Les projets de règles de la CFTC prévoient un régime de gouvernance particulier, limitent la participation d'une « entité désignée⁴⁴ » (se reporter au paragraphe 726(a) de la loi Dodd-Frank) dans un organisme de compensation désigné à 20 %, exigent une proportion de 35 % de membres indépendants au conseil d'administration (et au moins deux membres indépendants) et disposent qu'il ne doit y avoir aucun lien entre la rémunération des membres du conseil et le rendement de la contrepartie centrale. Le conseil est tenu d'examiner annuellement son rendement. Il devrait aussi pouvoir destituer tout administrateur dont les actes pourraient lui porter préjudice. Alors que les règles de la CFTC exigent une expertise suffisante en matière de services financiers, de gestion du risque et de services de compensation, les règles proposées par l'Union européenne⁴⁵ exigent en outre que les membres du conseil « possèdent l'honorabilité et l'expérience requises ».

Au Canada, le *Règlement 52-110 sur le comité d'audit* (le « Règlement 52-110 ») définit l'indépendance comme l'absence de relation importante, directe ou indirecte, entre un administrateur et l'émetteur. Une « relation importante » s'entend d'une relation dont le conseil d'administration pourrait raisonnablement s'attendre à ce qu'elle nuise à l'indépendance du jugement d'un membre du comité. On considère cependant que certaines personnes physiques

⁴³ *Ibid.*, p. 26.

⁴⁴ [Traduction] Sont des « entités désignées » (*enumerated entities*) : i) les sociétés de portefeuille bancaires qui compte des actifs consolidés totaux de plus de 50 000 000 000 \$; ii) les institutions financières non bancaires supervisées par le conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine; iii) les membres du même groupe que les entités mentionnées en i ou ii; iv) les courtiers en swaps; v) les participants majeurs au marché des swaps et vi) les personnes liées aux entités mentionnées en iv ou v.

⁴⁵ UE, 14 juin 2011, article 25.

ont une relation importante avec l'émetteur, notamment celles qui sont ou ont été au cours des 3 dernières années membres de la haute direction ou salariés⁴⁶.

Le Comité est également d'avis que, dans certains cas, les administrateurs de la contrepartie centrale doivent être indépendants des parties qui y ont une participation importante, notamment s'il s'agit d'intervenants du secteur.

8.2 Recommandations du Comité

Le Comité estime que les contreparties centrales doivent adopter des politiques de gouvernance qui garantissent que la composition de leur conseil d'administration reflète la diversité des parties intéressées, dont les membres compensateurs et les personnes qui compensent des opérations indirectement par leur entremise. Ces administrateurs indépendants devraient être :

- indépendants de la direction;
- indépendants des personnes qui ont une participation importante, particulièrement lorsque ces personnes sont des institutions financières ou d'autres intermédiaires de marché;
- indépendants des membres compensateurs.

Pour garantir l'indépendance par rapport à la direction, le Comité estime que la réglementation devrait prévoir une formulation large, semblable à la définition du concept d'indépendance selon le Règlement 52-110, avec les adaptations nécessaires, qui établirait les critères d'indépendance des administrateurs d'une contrepartie centrale. Cette solution serait en phase avec les principes applicables aux infrastructures du marché financier, qui indiquent que « [Traduction] le conseil d'administration devrait se composer de membres compétents possédant les habiletés et bénéficiant des incitations nécessaires pour remplir ses multiples fonctions, ce qui requiert généralement l'inclusion d'un ou de plusieurs membres n'appartenant pas à la direction »⁴⁷. Le Comité fait sienne l'idée que de tels membres sont indispensables à la gouvernance d'une contrepartie centrale.

Le Comité considère que le conseil d'administration d'une contrepartie centrale reconnue devrait ménager, dans ses décisions, les intérêts des utilisateurs des différents territoires que celle-ci dessert. Il peut y parvenir en assurant une représentation adéquate des utilisateurs canadiens de la contrepartie centrale ou en instaurant des procédures exigeant la prise en considération de la situation ou des intérêts particuliers des utilisateurs de différents territoires. Lorsque cela est

⁴⁶ Se reporter au <http://www.lautorite.gc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-110/2011-01-01/2011jan01-52-110-vadmin-fr.pdf>.

⁴⁷ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 26.

possible, un nombre ou un pourcentage approprié de ces administrateurs devraient représenter les participants au marché canadien.

8.3 Consultation

Question 6 : Est-il approprié que les participants au marché canadien puissent s'exprimer sur les décisions opérationnelles des contreparties centrales exerçant des activités au Canada?

Question 7 : Les propositions du Comité portant sur la gouvernance des contreparties centrales permettent-elles de remédier aux problèmes éventuels de conflits d'intérêts qui peuvent survenir dans le cadre de l'exploitation de ces entités? Dans la négative, que préconisez-vous pour réduire les conflits d'intérêts?

8.4 Comités du conseil d'administration

Les comités sont un élément fondamental de la structure de gouvernance d'une contrepartie centrale. Par leur entremise, les membres compensateurs et les autres intéressés peuvent exercer une influence sur les fonctions de la contrepartie centrale, comme les décisions qui touchent les risques qu'elle prend et gère, les marges, l'accès des membres et la rémunération de la haute direction. En permettant une représentation hétérogène, les comités servent également à réduire les conflits d'intérêts.

8.5 Recommandation du Comité

Le Comité propose que la réglementation oblige les contreparties centrales à donner des renseignements détaillés sur la structure et le mandat des comités à l'occasion du processus de reconnaissance. Les comités pourraient être les suivants : finances et audit, gestion du risque, rémunération ou ressources humaines, ainsi que tout autre comité constitué selon les besoins – gouvernance, approbation de produits, systèmes d'information et planification stratégique.

Outre la structure des comités et la surveillance du conseil d'administration, la contrepartie centrale devra élaborer et appliquer des procédures en matière de réduction des conflits d'intérêts, d'accès juste et équitable à la contrepartie, de confidentialité de l'information accessible aux salariés et aux administrateurs ainsi que de diffusion d'information sur la gouvernance aux organismes de réglementation et au public, notamment les décisions refusant l'accès à la contrepartie centrale ou la compensation d'un dérivé.

8.6 Comités consultatifs

Les comités consultatifs permettent à d'autres personnes ou entités que les administrateurs d'une contrepartie centrale d'apporter leur contribution à son exploitation. Les principales parties intéressées peuvent y représenter d'autres intérêts et offrir des conseils spécialisés, notamment en ce qui concerne les questions opérationnelles susceptibles d'avoir des répercussions considérables sur les membres et les autres utilisateurs de la contrepartie centrale.

8.7 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les contreparties centrales exerçant des activités au Canada forment des comités consultatifs pour permettre aux participants canadiens directs et indirects ainsi qu'aux autres intéressés de s'exprimer sur les décisions opérationnelles, le cas échéant. Ces comités devraient avoir un mandat transparent qui indique leurs droits et obligations et donne ainsi aux utilisateurs canadiens un moyen de commenter les décisions opérationnelles prises par une contrepartie centrale et susceptibles d'avoir sur eux une incidence importante.

Le Comité estime que ces comités consultatifs devraient comporter des membres représentant des intérêts divers, notamment des membres de la contrepartie centrale, des utilisateurs finaux et d'autres intéressés, le cas échéant.

8.8 Tarification

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier proposent que la contrepartie centrale et ses membres compensateurs communiquent publiquement leur tarif. Ils exigent que les prix et les frais pratiqués pour chaque service et chaque fonction soient donnés séparément. Ces principes indiquent qu'une « [Traduction] infrastructure du marché financier devrait rendre public son tarif pour les services individuels qu'elle offre ainsi que ses politiques en matière de rabais. L'infrastructure du marché financier devrait décrire clairement les services tarifés, à des fins de comparaison⁴⁸. »

La CFTC a proposé que les contreparties centrales soient « [Traduction] tenues de mettre à la disposition des participants au marché l'information portant [...] sur les frais de compensation et les autres frais exigés des membres⁴⁹. »

La réglementation proposée par l'UE exigerait également ce qui suit :

Les contreparties centrales et leurs membres compensateurs rendent publics les prix et les frais afférents aux services fournis. Ils rendent publics les prix et les frais de chaque service et de chaque fonction fournis séparément, y compris les remises et les rabais, ainsi que les conditions à remplir pour bénéficier de ces réductions. Chaque service spécifique que les contreparties centrales fournissent est accessible de manière séparée à leurs membres compensateurs et, le cas échéant, aux clients de ceux-ci. Les contreparties centrales comptabilisent distinctement les coûts et les recettes liés aux services fournis et communiquent ces informations à l'autorité compétente⁵⁰.

La communication publique et exhaustive de la tarification (y compris les coûts directs assumés par les utilisateurs de la contrepartie centrale) assure un accès juste et équitable à tous les

⁴⁸ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 121.

⁴⁹ *Federal Register*/Vol.75, No. 240/ Wednesday, Dec. 15, 2010/Proposed Rules, p. 78192, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-31131a.pdf>.

⁵⁰ UE, 14 juin 2011, article 36.

participants et permet aux utilisateurs des services de la contrepartie centrale de comprendre son modèle d'entreprise.

8.9 Recommandations du Comité

En accord avec les principes applicables aux infrastructures du marché financier, le Comité recommande que la tarification de la contrepartie centrale soit communiquée aux membres compensateurs, à leurs clients, aux organismes de réglementation et au public.

8.10 Accès des participants

Sans limiter la capacité et la responsabilité de la contrepartie centrale d'établir des critères stricts en matière d'accès afin que ses membres compensateurs ne lui fassent pas courir de risque excessif et qu'ils puissent s'acquitter de leurs obligations envers elle et ses clients, la contrepartie centrale ne doit pas imposer de restrictions à l'accès à des fins non concurrentielles. À cet égard, le principe C de la CFTC prévoit ce qui suit :

[Traduction][...] les critères de participation doivent « offrir un accès équitable et libre ». Il prévoit également que les membres compensateurs doivent disposer « de ressources financières et d'une capacité opérationnelle suffisantes pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation à l'organisme de compensation de dérivés ».

[...] Le projet d'article 39.12 vise à ce que les critères de participation n'empêchent pas indûment une entité de devenir membre compensateur, tout en limitant les risques pour l'organisme de compensation désigné et ses membres compensateurs. La Commission estime qu'une participation plus étendue pourrait réduire la concentration des portefeuilles des membres compensateurs et diversifier le risque. Cela pourrait aussi avoir pour effet de favoriser la concurrence en permettant à un plus grand nombre d'entités de devenir membres compensateurs. [...] Le projet de disposition 39.12(a)(1)(iii) interdirait les critères de participation qui ont pour effet d'empêcher certains types de participants au marché de devenir membres compensateurs ou de limiter leur qualité de membre, sauf si l'organisme de compensation désigné est en mesure de prouver que la restriction est nécessaire afin de remédier au risque de crédit ou à des lacunes dans la capacité opérationnelle des participants qui les empêcheraient de s'acquitter de leurs obligations à titre de membres compensateurs⁵¹.

La CFTC a émis d'autres réserves concernant les obstacles à l'accès indirect à la contrepartie centrale dans les commentaires formulés à l'égard du projet de règle :

⁵¹ *Federal Register/Vol.76, No. 216/Tuesday, November 8, 2011,*
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-27536a.pdf>.

[Traduction] *Certaines chambres de compensation ont précisé qu'elles entendaient exiger que l'une des parties à l'exécution soit un membre compensateur pour qu'une opération soit admissible à la compensation. Cette mesure a pour effet d'empêcher la compensation d'opérations entre des parties qui ne sont pas membres compensateurs. Une telle restriction au libre accès ne sert aucun objectif apparent de gestion du risque et agit de manière à exclure certaines opérations du processus de compensation et à resserrer la liquidité pour les opérations compensées*⁵².

La SEC a proposé la règle 17Ad-22(b)(5), qui interdirait les restrictions à l'adhésion sur le critère de la qualité de courtier⁵³ :

[Traduction] *Afin de favoriser l'accès à la compensation, la SEC propose d'interdire de réserver l'adhésion à une contrepartie centrale uniquement aux personnes qui offrent des services de courtage en dérivés de gré à gré. Ce faisant, la SEC vise à garantir l'accès aux sociétés de compensation (compensation correspondante) qui ne sont pas des courtiers et qui pourraient être désavantagées par les critères d'accès de la contrepartie centrale. Par exemple, une société de compensation qui n'offre pas de services de courtage pourrait, compte tenu de la nature de ses activités, ne pas posséder certaines capacités opérationnelles et disposer de ressources financières considérablement moins importantes*⁵⁴.

La SEC propose aussi d'interdire les limites à l'accès selon des seuils minimaux de volume ou de taille d'opération :

[Traduction] *La règle proposée interdirait l'établissement de seuils minimaux de taille de portefeuille ou de volume d'opérations qui agiraient de fait comme barrière à l'accès à la compensation par les nouveaux participants. Elle met en avant la taille des participants au marché et l'établissement de critères d'adhésion selon le risque qu'ils font courir à la contrepartie centrale plutôt que de grandes valeurs arbitraires, comme des seuils minimaux de volume et d'opérations*⁵⁵.

La SEC propose également que l'accès ne soit pas refusé sur le critère d'un capital net minimal de 50 millions de dollars :

⁵² Le sous-paragraphe 39(b)(4) prévoit « [Traduction] qu'un organisme de compensation désigné ne pourrait exiger que l'une des parties initiales à l'exécution soit un membre compensateur pour qu'un contrat, une convention ou une opération soit admissible à la compensation. ». Cette disposition a pris effet le 8 novembre 2011. *Federal Register/Vol.76, No. 216/Tuesday, November 8, 2011, p. 69360*, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-27536a.pdf>.

⁵³ Cette proposition ne fait pas l'unanimité. Des réserves ont été exprimées concernant la capacité des sociétés n'offrant pas de services de courtage à prendre part, par exemple, à une vente aux enchères à la suite d'une défaillance.

⁵⁴ *Federal Register / Vol. 76, No. 51 / Wednesday, March 16, 2011/Proposed Rules*, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-20337a.pdf>

⁵⁵ *Ibid.*

[Traduction] *La règle proposée par la SEC restreint la capacité des contreparties centrales faisant la compensation de dérivés de gré à gré de refuser l'adhésion aux participants comptant un capital net de 50 millions de dollars ou plus. Conformément à la règle proposée, la contrepartie centrale qui souhaite augmenter le seuil minimal du capital net au-delà de 50 millions de dollars devrait démontrer à la Commission, par le dépôt d'une règle ou dans sa demande, qu'aucune autre mesure ne permettrait de réduire de façon efficace les risques pesant sur elle*⁵⁶.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier reconnaissent l'importance d'établir des critères d'accès équitables et axés sur le risque :

[Traduction] *Afin d'offrir un accès libre et équitable, les critères de participation d'une infrastructure du marché financier devraient être objectifs, axés sur le risque et rendus publics*⁵⁷.

Ces propositions traduisent les préoccupations des organismes de réglementation au sujet de l'accès à la contrepartie centrale et de sa gouvernance, et le Comité partage ces préoccupations. Il estime cependant que des règles prescriptives limitant la capacité d'une contrepartie centrale à établir, dans sa politique de gestion du risque, des règles et des seuils d'accès appropriés pourrait avoir pour effet d'augmenter plutôt que de réduire le risque systémique.

L'approbation des politiques d'accès d'une contrepartie centrale par un organisme de réglementation du marché et la surveillance continue de leur respect peuvent réduire le risque que la contrepartie centrale ne limite indûment l'accès.

8.11 Recommandation du Comité

Le Comité propose d'inclure dans la réglementation l'obligation pour une contrepartie centrale d'élaborer et de respecter des règles d'accès publiées qui sont objectives, fondées sur les risques et justifiées par la sécurité et l'efficacité de la contrepartie centrale et des marchés qu'elle dessert. La politique d'accès devrait traiter de la capacité du membre compensateur à remplir les responsabilités financières et opérationnelles inhérentes à sa participation à la contrepartie centrale mais éviter toute discrimination envers certaines catégories de participants ou l'introduction d'éléments faussant le jeu de la concurrence. Elle sera soumise à l'approbation des organismes de réglementation du marché au cours du processus de reconnaissance ou d'agrément de la contrepartie centrale et à leur contrôle permanent.

Qui plus est, les contreparties centrales devront conserver des dossiers de toutes les demandes d'accès, notamment y consigner chaque autorisation et refus d'accès.

⁵⁶ *Ibid.*

⁵⁷ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 101.

8.12 Libre accès aux plateformes de négociation

Une structure verticale close, dans laquelle une place de négociation transmet directement les données à la contrepartie centrale, peut forcer les participants au marché souhaitant conclure et compenser un dérivé en particulier à utiliser les services de la place de négociation « captive ». Le libre accès à la contrepartie centrale à partir de plusieurs places de négociation pourrait éliminer cet éventuel monopole.

À cet égard, l'Union européenne propose ce qui suit :

Une contrepartie centrale qui a été autorisée à compenser des contrats dérivés de gré à gré est tenue d'accepter de les compenser sur une base non discriminatoire et transparente, indépendamment de leur lieu d'exécution. Sans préjudice de l'article 32 bis, une contrepartie centrale peut exiger que ces lieux d'exécution respectent les exigences opérationnelles et techniques établies par la contrepartie centrale. [...] Le lieu d'exécution fournit les données relatives aux échanges, sur une base non discriminatoire et transparente, à toute contrepartie centrale qui a été autorisée à compenser des contrats dérivés de gré à gré négociés dans ce lieu d'exécution, sur demande de la contrepartie centrale⁵⁸.

Certains intervenants en Europe ont postulé que la possibilité pour une contrepartie centrale d'exiger la conformité à ses exigences techniques « [Traduction] pourrait permettre aux bourses de monopoliser la négociation des dérivés en limitant l'accès aux chambres de compensation qu'elles exploitent ⁵⁹ ».

La CFTC énonce ce qui suit :

[Traduction] Le projet de disposition 39.12(b)(7)(i) instaurerait des normes générales d'adoption de règles établissant un délai de compensation. L'organisme de compensation désigné aurait à coopérer avec chaque [plateforme d'exécution de swaps] et [marché de contrats désigné] à la cote duquel est inscrit le produit qu'il compense afin d'élaborer des règles et des procédures permettant un traitement rapide et efficace de l'ensemble des contrats, des conventions et des opérations qu'ils lui sont soumis pour compensation. Pour que la compensation soit rapide et efficace, les règles, les procédures et les systèmes opérationnels de la plateforme de négociation et de la chambre de compensation doivent concorder. À l'heure actuelle, les systèmes de négociation et de compensation intégrés verticalement traitent rapidement et avec efficacité d'importants volumes d'opérations. La Commission estime que les plateformes de négociation et les organismes de compensation désignés sous contrôle distinct devraient être en mesure de coopérer

⁵⁸ UE, 14 juin 2011, article 8.

⁵⁹ Price, Michelle, *Fresh clash looms over new OTC rules*, *Financial News*, 29 novembre 2010.

*pour atteindre des résultats semblables. Elle reconnaît cependant qu'il pourrait y avoir des problèmes de connectivité entre les plateformes de négociation et les chambres de compensation*⁶⁰.

À mesure que les marchés évolueront pour respecter les obligations en matière de compensation et de négociation, d'autres modèles différant considérablement de la structure verticale close traditionnelle pourraient faire leur apparition. Pour l'instant, la venue de nouvelles places de négociation et leurs relations avec les contreparties centrales demeurent hypothétiques.

8.13 Recommandations du Comité

Le Comité propose l'établissement d'une réglementation obligeant les contreparties centrales à élaborer des politiques contribuant à un accès libre et équitable et n'interdisant pas ni ne limitant indûment l'accès aux services qu'elles offrent, quel que soit le mode d'exécution d'une opération. Les règles d'accès des contreparties centrales ou les services qu'elles offrent ne devraient créer d'avantage concurrentiel pour aucune plateforme de négociation.

8.14 Consultation

Question 8. Le Comité souhaite consulter le public sur la pertinence d'établir des règles permettant l'accès aux contreparties centrales, sans égard à la place de négociation. Cette question est-elle d'intérêt au Canada ou le deviendra-t-elle?

8.15 Règles des contreparties centrales

En tant qu'entité réglementée, la contrepartie centrale devrait voir ses règles⁶¹, procédures d'exploitation et règlements internes (collectivement, les « règles ») soumis à l'examen et à l'approbation des organismes de réglementation. La contrepartie centrale instaure son cadre de compensation grâce à ses règles. Ces dernières encadrent la façon dont son personnel et sa direction doivent remplir leurs fonctions, dont sa structure de gouvernance fonctionne et dont les membres compensateurs et leurs clients doivent remplir leurs obligations.

La loi Dodd-Frank prévoit ce qui suit :

*[Traduction] Un fournisseur de services au marché financier désigné donne à l'organisme qui l'encadre un préavis de 60 jours de tout changement proposé à ses règles, ses procédures ou son fonctionnement qui pourrait, au sens des règles de chacun de ces organismes, avoir une incidence importante sur la nature ou le degré des risques qu'il présente*⁶².

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier précisent ce qui suit :

⁶⁰ *Federal Register/Vol. 76, No. 47/Thursday, March 10, 2011/Proposed Rules 13105, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536>.*

⁶¹ Il peut s'agir des obligations et des droits des participants.

⁶² Loi Dodd-Frank, sous-paragraphe 806(e)(1).

[Traduction] *L'infrastructure du marché financier devrait adopter des règles et des procédures claires et complètes, les communiquer aux participants dans leur intégralité et rendre publiques les règles pertinentes et les procédures clés. Les règles et procédures de l'infrastructure du marché financier forment généralement sa fondation même et permettent aux participants de comprendre les risques auxquels ils s'exposent en l'utilisant. Elles devraient donc décrire clairement la conception et le fonctionnement du système, les droits et obligations qui incombent aux participants ainsi que les risques auxquels ils s'exposent. Elles devraient exposer clairement les rôles respectifs des participants et de l'infrastructure du marché financier, ainsi que les procédures qui seront suivies dans les situations habituelles et exceptionnelles. En particulier, l'infrastructure du marché financier devrait adopter des règles et des procédures claires et complètes répondant aux problèmes financiers et opérationnels survenant dans le système. Elle devrait rendre publiques toutes ses règles pertinentes et procédures clés, notamment les aspects fondamentaux de celles portant sur les défaillances des participants (principe 13) afin que tous les participants au marché et les autorités compétentes puissent évaluer rapidement les risques potentiels durant les périodes de tension du marché⁶³.*

Les contreparties centrales devraient établir des politiques complètes et transparentes présentant leurs activités relatives à la compensation et à la gestion des risques. Ces politiques devraient mettre en évidence les risques liés au fonctionnement de la contrepartie centrale et décrire la façon dont elle compte gérer ces risques dans le cours normal des activités comme dans les situations de crise.

Lors d'une crise, il importe que les opérations ou positions compensées par la contrepartie centrale ne redeviennent pas des expositions bilatérales sans le consentement préalable des organismes de réglementation du marché et des participants non défaillants. Il faut restreindre le recours aux pouvoirs d'urgence et ces pouvoirs ne devraient pas permettre à la contrepartie centrale d'annuler des contrats déjà compensés ou refuser de les exécuter sous prétexte que la gestion des expositions aux risques associés lui est devenue difficile en raison des conditions du marché ou des protocoles du secteur. Les politiques et procédures de la contrepartie centrale devraient clairement indiquer la portée de ces pouvoirs d'urgence ainsi que les circonstances dans lesquelles ils seraient exercés⁶⁴.

Les règles des contreparties centrales devraient aussi prévoir l'obligation pour ses membres compensateurs de maintenir un capital suffisant, préciser les exigences de marge et les modalités de la gestion opérationnelle des marges et veiller à ce que la capacité opérationnelle des membres

⁶³ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, page 122.

⁶⁴ Les travaux à venir du CSPR-OICV porteront précisément sur la résolution des infrastructures du marché financier.

compensateurs soit suffisante pour répondre aux besoins des clients et de la contrepartie centrale. Dans le sous-paragraphe 39.12(a)(3), la CFTC prévoit ce qui suit :

[Traduction] *L'organisme de compensation désigné instaure des critères de participation assurant que ses membres compensateurs disposent de la capacité opérationnelle d'exécuter les obligations liées à leur participation à celui-ci. Les critères devraient, à tout le moins, porter sur la capacité du membre de traiter, dans les délais impartis, les volumes et les valeurs prévus des opérations qu'il a compensées, y compris les heures et les jours de pointe, la capacité de respecter les obligations en matière de garantie, de paiement et de livraison qui lui sont imposées par l'organisme de compensation désigné, et la capacité de participer aux activités de gestion des défaillances prévues par les règles de l'organisme de compensation désigné [...]*⁶⁵.

Les règles d'une contrepartie centrale procurent un cadre juridique et prévisible pour l'exercice de ses activités, les obligations de ses membres et le règlement des différends, le traitement ordonné des défaillances et, à l'extrême limite, la liquidation ordonnée de ses activités. Pour avoir une quelconque valeur, les règles doivent être appliquées par la contrepartie centrale, qui devrait avoir le pouvoir de sanctionner ses membres ou de prendre à leur égard des mesures disciplinaires, et maintenir des ressources nécessaires à la surveillance et à l'application des règles.

8.16 Recommandations du Comité

Les règles et les procédures d'une contrepartie centrale, notamment les procédures en matière de défaillance, doivent être claires et détaillées. Les organismes de réglementation du marché, les membres compensateurs et les autres participants au marché doivent avoir la certitude que ces règles seront suivies durant les périodes de tension du marché. Les règles d'une contrepartie centrale doivent donc définir et limiter clairement les circonstances dans lesquelles elle peut invoquer des pouvoirs d'urgence afin que les participants comprennent et gèrent les risques inhérents à leur participation à celle-ci ainsi que leur passif éventuel. Les contreparties centrales devraient veiller à ce que leurs procédures publiées en matière de défaillance soient respectées dans tous les cas, sauf indication contraire des organismes de réglementation, conformément aux protocoles approuvés par tous les organismes de réglementation encadrant la contrepartie centrale.

Bien qu'il revienne à chaque membre compensateur de veiller à se conformer aux règles d'une contrepartie centrale, le Comité estime néanmoins que celle-ci devrait mettre en place des processus visant à surveiller la conformité et à gérer les cas où l'un de ses membres ne s'y conforme pas ou ne peut s'y conformer. Ces processus devraient, s'il y a lieu, comporter une procédure d'appel des décisions de la contrepartie centrale.

⁶⁵ *Federal Register* Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011/Proposed Rules, p. 3701 et suivantes, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/ProposedRules/2011-690>.

Le Comité recommande en outre que la contrepartie centrale instaure un processus d'adoption de modifications de ses règles qui respecte la législation régissant ses activités, notamment l'obligation d'obtenir l'approbation de tous les organismes de réglementation concernés ainsi que celle du conseil d'administration et des membres compensateurs visés.

9. Gestion du risque

La gestion du risque est au cœur des activités de la contrepartie centrale. La gestion et la réduction du risque doivent se retrouver dans chacune des facettes de ses activités. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier exposent les principales sources de risque pour une contrepartie centrale : le risque systémique, le risque juridique, le risque de crédit et de contrepartie, le risque de liquidité et le risque économique général et opérationnel. La contrepartie centrale devrait établir et faire respecter des processus décisionnels pour son conseil d'administration, ses comités et sa direction. Elle devrait reconnaître que les mesures qu'elle prend peuvent avoir des conséquences économiques défavorables pour les participants et les marchés en général, et que certaines décisions peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts qu'il faut prendre en considération entre ses propriétaires, les exploitants, les participants et le marché en général. En règle générale, la contrepartie centrale devrait suivre les politiques et procédures décrites dans ses documents publiés, mais des circonstances exceptionnelles pourraient l'amener à s'écarter des procédures établies. Dans ces cas, elle devra toujours s'en remettre et se conformer aux directives des organismes de réglementation qui l'encadre. Les règles et procédures de la contrepartie centrale en matière de défaillance devraient bien définir les cas où elle peut, à sa discrétion, déclarer la défaillance d'un membre compensateur.

Dans la demande de reconnaissance ou de dispense de la contrepartie centrale, le Comité s'attend à ce qu'elle fournisse une analyse détaillée des risques relatifs à ses activités et une description des moyens de les atténuer. Par exemple, les contreparties centrales doivent y aborder la question du risque de défaillance d'un ou plusieurs de leurs membres compensateurs clés et procéder à des simulations de crise afin de vérifier si elles ont des ressources financières totales suffisantes. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier recommandent que les simulations de crise comportent une analyse de l'effet de la défaillance concurrente de ses deux membres les plus importants et des entités du même groupe si la contrepartie centrale prend part à des activités dont le profil de risque est plus complexe ou qu'elle est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires⁶⁶.

⁶⁶ Principes applicables aux infrastructures du marché financier; Principe 4 : « [Traduction] *L'infrastructure du marché financier devrait mesurer, surveiller et gérer efficacement le risque de crédit auquel les participants l'exposent ainsi que les risques associés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement. Elle devrait conserver des ressources financières suffisantes pour couvrir complètement les risques de crédit auxquels chaque participant l'expose avec un degré élevé de confiance. En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires devrait conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Toutes les autres contreparties centrales devraient conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir*

De surcroît, une contrepartie centrale exerçant des activités au Canada devrait être tenue de procéder à une analyse rigoureuse et continue des risques relativement à ses obligations. Elle devrait imposer à ses membres des obligations de constitution de marges afin de gérer de façon appropriée tous les types de risques la visant en vue d'éviter de recourir aux fonds de garantie. Si la marge d'un participant défaillant ne respecte pas les obligations de la contrepartie centrale pour la liquidation de ses positions défaillantes, la procédure transparente de la contrepartie centrale en matière de défaillance devrait indiquer clairement les ressources qui seront disponibles pour remplir les obligations du participant défaillant ainsi que l'ordre dans lequel elles seront utilisées, appelé séquence de défaillance.

9.1 Gestion des défaillances

À mesure que les ressources d'un niveau donné sont épuisées dans le cas de la défaillance d'un ou de plusieurs membres, on puise dans le niveau suivant de la séquence jusqu'à ce que les obligations soient remplies et que les positions s'équilibrent. Les règles afférentes aux diverses sources d'actifs utilisées dans la séquence de défaillance, qui indiquent clairement les membres qui devront y contribuer (l'ordre et les circonstances dans lesquels ils devront le faire) et prévoient les détails de toute vente aux enchères, les stades entraînant le recours au fonds de garantie et aux autres fonds de sécurité ainsi que la suite à donner à l'épuisement de toutes les ressources, permettront aux membres compensateurs de bien connaître leurs obligations et apporteront de la clarté aux organismes de réglementation du marché.

Dans la règle 39.11(b)(1), la CFTC donne la liste des types de ressources financières qui seraient à la disposition d'un organisme de compensation désigné pour exécuter ses obligations financières : « [Traduction] (1) *La marge du membre compensateur défaillant*; (2) *les capitaux de l'organisme de compensation désigné*; (3) *les contributions du membre compensateur défaillant et des membres compensateurs non défaillants au fonds de garantie*; (4) *l'assurance contre les défaillances*; (5) *si les règles de l'organisme de compensation désigné le permettent, des contributions supplémentaires au fonds de garantie par les membres compensateurs non défaillants*; (6) *toute autre ressource financière jugée acceptable par la Commission*⁶⁷ ».

La CFTC exigera qu'un « [Traduction] *organisme de compensation de dérivés conserve des espèces, des obligations du Trésor américain ou des obligations de bonne qualité, liquides et générales d'une nation souveraine, d'un montant égal ou supérieur au montant obtenu de la façon suivante : (A) en calculant le montant quotidien moyen payé en règlement par chaque membre compensateur au cours du dernier trimestre, (B) en calculant la somme de ces paiements, et (C) en calculant, avec cette somme, la moyenne des paiements moyens de ses membres*

une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. »

⁶⁷ *Federal Register* / Vol. 76, No. 216 / Tuesday, November 8, 2011, p. 69346, www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536.

*compensateurs*⁶⁸ ». La CFTC a indiqué qu'elle pourrait revoir cette question en fonction des normes internationales qui seront adoptées.

9.2 Cadre de gestion globale des risques

Les propositions formulées par l'UE prévoient ce qui suit :

Les contreparties centrales instituent les procédures à suivre lorsqu'un membre compensateur ne respecte pas les conditions de participation à une contrepartie centrale dans les délais et selon les procédures établis par cette dernière. La contrepartie centrale définit les procédures à suivre au cas où la défaillance d'un membre compensateur n'est pas déclarée par elle.

Les contreparties centrales interviennent rapidement pour limiter les pertes et les pressions sur la liquidité en cas de défaillance et veillent à ce que la liquidation des positions d'un membre compensateur ne perturbe pas leurs activités et n'expose pas les membres compensateurs non défaillants à des pertes qu'ils ne peuvent anticiper ni maîtriser. La contrepartie centrale informe l'autorité compétente dans les meilleurs délais si elle estime que le membre compensateur ne sera pas en mesure de faire face à ses obligations futures et avant que sa défaillance soit déclarée⁶⁹.

Veiller à ce que de nouveaux dérivés ne représentent pas pour la contrepartie centrale un risque excessif devrait constituer un élément clé de sa gestion du risque. Dans le projet de sous-paragraphe 39.12(b)(1), la CFTC propose ce qui suit :

[Traduction] *Le projet de sous-paragraphe 39.12(b)(1) exigerait que l'organisme de compensation désigné établisse des critères appropriés d'admissibilité des conventions, des contrats ou des opérations qui lui sont transmis pour compensation en tenant compte de sa capacité à gérer les risques qui y sont associés. Voici, notamment, certains facteurs à prendre en considération pour établir l'admissibilité des produits : i) le volume des opérations; ii) la liquidité; iii) la disponibilité de prix fiables; iv) la capacité des participants au marché d'utiliser la compression de portefeuille à l'égard d'un type de swaps en particulier; v) la capacité de l'organisme de compensation désigné et de ses membres compensateurs d'accéder au marché pertinent en vue de créer et de liquider des positions; vi) la capacité de l'organisme de compensation désigné de mesurer le risque en vue d'établir les exigences de marge; et vii) la capacité opérationnelle de l'organisme de compensation désigné et de ses membres compensateurs à répondre aux risques propres à un produit⁷⁰.*

⁶⁸ *Ibid.*, p. 69351

⁶⁹ UE, 14 juin 2011, article 45.

⁷⁰ *Federal Register*/Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011, p. 3702,
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>

La CFTC a également proposé que l'organisme de compensation désigné nomme un chef de la gestion du risque (*chief risk officer*) et un chef de la conformité (*chief compliance officer*), et que ces postes soient occupés par deux personnes différentes. Le chef de la gestion du risque relèverait du comité de gestion du risque ou du conseil d'administration et serait chargé d'instaurer un cadre de gestion du risque et de formuler des recommandations appropriées sur les fonctions de gestion du risque de la contrepartie centrale.

La CFTC propose également ce qui suit :

[Traduction] [...] *l'organisme de compensation désigné imposerait des limites de risque à chaque membre compensateur, par compte de client et compte de chambre de compensation, afin que ce dernier ne possède pas de positions dont l'exposition au risque excède le seuil établi par l'organisme par rapport à ses ressources financières, à celles du membre compensateur, ou aux deux. Il serait laissé à l'appréciation raisonnable de l'organisme de compensation désigné d'établir : (A) la méthode de calcul de l'exposition au risque; (B) le ou les seuils applicables; et (C) les ressources financières nécessaires, à la condition, cependant, que le ratio d'exposition sur le capital demeure le même à tous les niveaux de capital. La Commission pourrait évaluer ces critères et exiger d'autres méthodes, seuils et ressources financières, selon le cas*⁷¹.

L'Union européenne propose que les contreparties centrales effectuent des examens périodiques et procèdent à des simulations de crise :

Les contreparties centrales réexaminent régulièrement les modèles et paramètres adoptés pour calculer leurs exigences de marge, leurs contributions aux fonds de défaillance, leurs exigences en matière de garanties et autres mécanismes de maîtrise des risques. Elles soumettent les modèles à des simulations de crise rigoureuses et fréquentes afin d'évaluer leur résilience dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles et effectuent des contrôles a posteriori pour évaluer la fiabilité de la méthode adoptée.

[...] *Les contreparties centrales vérifient régulièrement les aspects essentiels de leurs procédures en matière de défaillance et prennent toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que tous les membres compensateurs les comprennent et disposent des moyens nécessaires pour réagir à une défaillance. Les contreparties centrales rendent publiques les informations essentielles concernant leur modèle de gestion des risques et les hypothèses retenues pour effectuer les simulations de crise visées au paragraphe 1.*

⁷¹ *Federal Register*/ Vol. 76, No. 13/ Thursday, January 20, 2011 p. 3707,
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

La Commission se voit déléguer le pouvoir d'adopter des normes techniques de réglementation, qui précisent :

- a) le type de contrôles à effectuer selon la catégorie d'instruments financiers et de portefeuilles;*
- b) la participation de membres compensateurs ou d'autres parties aux contrôles;*
- c) la fréquence des contrôles;*
- d) les échéances à respecter pour les contrôles;*
- e) les informations essentielles visées au paragraphe 3⁷².*

Le principe 3 des principes applicables aux infrastructures du marché financier exige que l'infrastructure du marché financier se dote d'un cadre solide de gestion des risques pour la gestion globale du risque juridique, du risque de crédit, du risque de liquidité, du risque opérationnel et d'autres risques.

Le projet de paragraphe 39.13(a) de la CFTC exigerait que la contrepartie centrale veille à être en mesure de gérer les risques associés à ses responsabilités à l'aide d'outils et de procédures appropriés.

Les règles proposées par la CFTC exigeraient aussi que l'organisme de compensation désigné établisse et maintienne des politiques, des procédures et des contrôles écrits, approuvés par son conseil d'administration, et instaurant un cadre approprié de gestion du risque qui, à tout le moins, cernerait et documenterait clairement l'éventail des risques auxquels il est exposé, traiterait de la surveillance et la gestion de l'intégralité de ces risques et prévoirait un mécanisme d'audit interne. Ces risques peuvent inclure, notamment, le risque juridique, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de garde et d'investissement, le risque de concentration, le risque de défaillance, le risque opérationnel, le risque de marché ainsi que le risque économique. L'entité serait tenue de réviser périodiquement son cadre et de l'actualiser au besoin.

La réglementation proposée par la CFTC comporte également d'autres outils : la mesure et la surveillance de l'exposition actuelle et potentielle au risque de crédit des membres compensateurs; des modèles de détermination de la marge initiale qui sont axés sur le risque et revus périodiquement; la révision et la validation indépendantes des systèmes de la contrepartie centrale qui établissent les exigences de marge initiale, y compris ses modèles théoriques; des examens périodiques des marges sur écart qui permettent à la contrepartie centrale de réduire les exigences de marge initiale pour les positions correspondantes; l'existence d'une source fiable de données actuelles sur les prix afin d'appuyer les calculs des marges initiale et de variation, et

⁷² UE, 14 juin 2011, article 46.

l'adoption de procédures écrites et de modèles de valorisation fiables pour faire face aux circonstances dans lesquelles les données sur les prix ne sont pas disponibles rapidement ou ne sont pas fiables en raison de l'absence d'un marché liquide continu ou de la volatilité de l'écart acheteur-vendeur; et des examens quotidiens et des contrôles ex post périodiques permettant à la contrepartie centrale de s'assurer que les modèles de calcul des marges continuent d'offrir une couverture adéquate de son exposition au risque de ses membres compensateurs⁷³.

9.3 Recommandations du Comité

Le Comité propose l'élaboration d'une réglementation obligeant la contrepartie centrale à élaborer et à appliquer un programme solide de gestion du risque, en accord avec les meilleures pratiques préconisées à l'échelle internationale, comme les principes applicables aux infrastructures du marché financier. Il propose que la réglementation prévoit certaines obligations, notamment les suivantes :

1. la contrepartie centrale devra disposer d'une structure d'urgence efficace et à paliers multiples comprenant une analyse rigoureuse du risque et la constitution de marges par les membres, une séquence de défaillance établissant clairement les étapes de financement à suivre en cas de défaillance d'un membre et les contributions exigées des membres ainsi que le montant en capital de la contrepartie centrale (le cas échéant), les fonds de sécurité ou toute assurance auxquels elle pourra avoir accès;
2. elle devra effectuer une analyse exhaustive de tous les risques pertinents et appliquer des procédures appropriées de gestion du risque, comme des ajustements de marge et des décotes, et transmettre les résultats de l'analyse à l'organisme ou aux organismes de réglementation du marché;
3. elle devra imposer des limites de risque transparentes à chacun des membres compensateurs;
4. le cas échéant, elle devra prévenir le ou les organismes de réglementation qu'un membre compensateur est menacé de défaillance ou que des procédures de défaillance sont entreprises;
5. elle devra procéder régulièrement à des simulations de crise afin de vérifier l'adéquation de ses ressources financières, y compris les modèles de risques et d'établissement des prix et les procédures de défaillance, et celle des procédures et systèmes des membres compensateurs, et transmettre les résultats de ces simulations à l'organisme ou aux organismes de réglementation du marché; ces simulations devraient envisager des conjonctures du marché extrêmes mais plausibles de même que des situations de crise hypothétiques;
6. elle devra maintenir et appliquer des procédures rigoureuses d'établissement et de valorisation des prix;

⁷³ *Federal Register / Vol. 76, No. 13 / Thursday, January 20, 2011 / Proposed Rules*, p. 3698 et suivantes, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

7. elle devra maintenir et appliquer des procédures d’approbation des produits visant à ce que les nouveaux produits compensés ne représentent pas un risque excessif pour elle et ses membres;
8. elle devra nommer un chef de la gestion du risque qui sera chargé d’introduire des procédures de gestion du risque et qui relèvera du conseil d’administration ou du comité de gestion du risque, selon le cas;
9. elle devra soumettre ses modèles, notamment pour l’évaluation et le calcul des marges, à une révision et à une validation indépendantes;
10. toutes les contreparties centrales devront remettre aux organismes canadiens de réglementation concernés des rapports périodiques et ponctuels sur les risques auxquels elles sont exposées et leur mode de gestion;
11. elle devra présenter régulièrement à l’organisme de réglementation du marché des rapports financiers qui indiquent notamment le risque global auquel elle est exposée.

10. Systèmes et technologie

Une infrastructure technologique stable, solide et extensible est une condition préalable pour toute contrepartie centrale voulant être reconnue ou dispensée de la reconnaissance au Canada. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier proposés prévoient ce qui suit :

[Traduction] Un fournisseur de service essentiel devrait disposer d’un cadre solide de sécurité de l’information qui gère de façon appropriée les risques auxquels il est exposé en matière de sécurité de l’information. Ce cadre devrait comprendre des politiques et des procédures fiables visant à protéger l’information contre les communications non autorisées, à assurer l’intégrité des données et à garantir la disponibilité de ses services. En outre, ce fournisseur de service devrait appliquer des politiques et des procédures visant à s’assurer qu’il se conforme à son propre cadre. Enfin, le cadre devrait aussi inclure des politiques de planification de la capacité et des pratiques en matière de gestion du changement⁷⁴.

La CFTC propose que la contrepartie centrale mette en place un programme d’analyse et de surveillance du risque pour ses activités et ses systèmes automatisés. Celle-ci serait également tenue de maintenir des ressources adéquates lui permettant de satisfaire à ses obligations à cet égard. L’analyse du risque porterait sur les six aspects suivants : la sécurité de l’information, la continuité des activités et la reprise après sinistre, la planification de la capacité et de la performance, le fonctionnement des systèmes, le développement et l’assurance de la qualité des systèmes, et les contrôles relatifs à la sécurité physique et à l’environnement. Ce dernier aspect comprendrait l’entretien des bâtiments et des génératrices ainsi que le maintien de ressources

⁷⁴ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 170-171.

suffisantes, en infrastructure technologique et en personnel pour permettre une reprise rapide des activités en cas d'interruption⁷⁵.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier exigent qu'une contrepartie centrale fasse ce qui suit :

[Traduction] définir toutes les sources plausibles de risque opérationnel, aussi bien internes qu'externes, et réduire leur incidence par la mise en œuvre de systèmes, de politiques, de procédures et de contrôles appropriés. Les systèmes devraient être conçus de façon à garantir un haut niveau de sécurité et de fiabilité opérationnelle et devraient posséder une capacité adéquate et extensible. La gestion de la continuité des activités de l'infrastructure du marché financier devraient viser à lui permettre de reprendre ses activités rapidement et de remplir ses obligations, même en cas d'interruption généralisée ou importante⁷⁶.

Dans le même ordre d'idées, l'Union européenne propose ce qui suit :

Les contreparties centrales maintiennent des systèmes informatiques appropriés pour gérer la complexité, la diversité et le type des services fournis et des activités exercées, de manière à garantir des normes de sécurité élevées et l'intégrité et la confidentialité des informations conservées⁷⁷.

10.1 Recommandations du Comité

Le Comité estime que la réglementation encadrant les contreparties centrales au Canada devrait exiger un programme d'analyse et de surveillance du risque afin de cerner et de réduire les sources de risque opérationnel, particulièrement en ce qui concerne les systèmes et la technologie. Cet objectif pourrait se réaliser grâce à l'élaboration de contrôles et de procédures appropriés pour veiller à ce que les systèmes technologiques soient fiables, sûrs et dotés d'une extensibilité adéquate.

Le Comité remarque que le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») impose aux marchés des obligations relatives aux systèmes, et il recommande l'élaboration d'une réglementation comparable pour les contreparties centrales. En particulier, il propose que la contrepartie centrale soit tenue d'« élaborer et maintenir les éléments suivants : i) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre; ii) un système adéquat de contrôle interne de ces systèmes; iii) des contrôles généraux adéquats en matière de technologie de l'information, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes

⁷⁵ *Federal register/Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011/ Proposed Rules, 39.18(b)(c)(e), p. 3713, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.*

⁷⁶ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 94.

⁷⁷ UE, 14 juin 2011, paragraphe 24(6).

d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation⁷⁸ ».

Le Comité propose également que les contreparties centrales soient tenues de s'assurer périodiquement qu'elles respectent les obligations relatives aux systèmes qui leur incombent, conformément à des normes qui seront essentiellement similaires à celles prévues par le Règlement 21-101 : « conformément à la pratique commerciale prudente, prendre les mesures suivantes à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année: *i)* effectuer des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future; *ii)* soumettre les systèmes à des tests avec charge élevée pour déterminer leur capacité de traiter les opérations de manière exacte, rapide et efficace; *iii)* tester ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre⁷⁹ ». La contrepartie centrale serait par ailleurs tenue d'aviser rapidement l'organisme de réglementation du marché de toute panne.

Enfin, le Comité propose que la contrepartie centrale soit tenue de rendre publiques les spécifications de son système afin de permettre aux utilisateurs, notamment les membres compensateurs et leurs clients, de concevoir des systèmes technologiques leur permettant d'y accéder de manière efficiente. La contrepartie centrale devra également accorder à tous les utilisateurs un accès raisonnable à un environnement de tests afin qu'ils puissent mettre leurs systèmes à l'essai.

11. Protection des actifs

La compensation des opérations sur dérivés de gré à gré amènera certains participants au marché qui ne sont pas membres compensateurs à faire compenser leurs opérations sur dérivés de gré à gré indirectement par des intermédiaires. Des mécanismes efficaces de séparation et de transférabilité au sein des contreparties centrales contribueront à réaliser la compensation indirecte d'une façon qui protège les positions et les garanties des clients et accroisse la résistance des contreparties centrales à la défaillance d'un membre compensateur. Cette question est abordée en détail dans le *Document de consultation 91-404 des ACVM, Dérivés : séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré*⁸⁰, publié le 10 février 2012.

12. Communication de l'information

Certes, de l'information relative aux opérations sur dérivés sera rassemblée dans un ou plusieurs référentiels centraux de données, ce qui n'empêchera pas les contreparties centrales d'accroître la transparence du marché en permettant de centraliser la collecte d'information sur les caractéristiques et les activités générales du marché à l'égard des opérations qu'elles ont

⁷⁸ Paragraphe *a* de l'article 12.1 du Règlement 21-101, accessible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2011-01-01/2011jan01-21-101-vadmin-fr.pdf>

⁷⁹ *Ibid.*, paragraphe *b* de l'article 12.1.

⁸⁰ Ce document est accessible à l'adresse <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/2012fev10-91-404-cons-fr.pdf>.

compensées, de même que de regrouper de l'information sur les types de participants et sur la concentration des expositions de ces derniers au sein de la contrepartie.

L'information communiquée aux organismes de réglementation les aidera à évaluer le risque, notamment les risques pesant sur la contrepartie centrale et les risques systémiques en général. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier indiquent ce qui suit :

[Traduction] Les autorités devraient avoir le pouvoir ou l'autorisation, conséquents à leurs responsabilités pertinentes, d'obtenir en temps opportun l'information nécessaire à l'instauration d'une réglementation, d'une supervision et d'une surveillance efficaces. Ils devraient particulièrement utiliser ce pouvoir afin d'accéder à l'information leur permettant de comprendre et d'évaluer les éléments suivants : a) les diverses fonctions et activités de l'infrastructure du marché financier ainsi que sa situation financière globale; b) les risques pris en charge et créés par celle-ci et, s'il y a lieu, par les participants; c) son incidence sur ses participants et l'économie en général; d) son adhésion à la réglementation et aux politiques applicables. Les principales sources d'information comprennent les documents et dossiers officiels sur les systèmes, les rapports réguliers ou ponctuels, les rapports internes obtenus auprès du conseil d'administration et des auditeurs internes, les visites et inspections sur place, l'information sur les activités externalisées, et les échanges avec son conseil, sa direction ou ses participants. Les autorités devraient disposer de garanties juridiques afin de protéger tous les renseignements confidentiels et non publics obtenus de l'infrastructure du marché financier. Ils devraient toutefois pouvoir échanger ces renseignements avec d'autres autorités, s'il y a lieu, afin de réduire les lacunes et les chevauchements dans la réglementation, la supervision et la surveillance⁸¹.

Les contreparties centrales devraient également communiquer aux participants au marché de l'information détaillée leur permettant d'évaluer les risques, les coûts et les avantages associés à leur participation à celles-ci. Les utilisateurs actuels et éventuels d'une contrepartie centrale devraient donc obtenir de l'information exhaustive sur les méthodes d'établissement des marges, les mécanismes de gestion du risque et la tarification.

La CFTC propose des précisions concernant les déclarations à faire de façon régulière, par suite d'un événement particulier ou sur demande :

[Traduction] Le projet d'article 39.19 exigerait que l'organisme de compensation désigné fasse certaines déclarations à la Commission : 1) de façon périodique (quotidienne, trimestrielle ou annuelle); 2) lorsque la survenance d'un événement important entraîne l'obligation de déclaration; et 3) à la demande de la Commission.

⁸¹ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 128.

À moins d'indication contraire de la Commission ou de son délégué, chaque organisme de compensation désigné serait tenu de transmettre à la Commission l'information requise en vertu du présent article de façon électronique et en la forme prévue par celle-ci.

À l'heure actuelle, la Commission ne reçoit des données sur les marges initiales que de certains organismes de compensation désignés et pas toujours quotidiennement. [...] Elle propose donc une réglementation qui imposerait à tous les organismes de compensation désignés une obligation de déclaration quotidienne. En exigeant que lui soient communiqués directement ces deux ensembles de données ainsi que les appels de marges initiales intrajournaliers, la Commission serait davantage en mesure d'effectuer une surveillance efficace des risques, de suivre la santé financière de l'organisme de compensation désigné et de détecter en temps opportun toute activité inhabituelle.

Le projet de disposition 39.19(c)(1)(i) exigerait que l'organisme de compensation désigné déclare l'exigence de marge initiale pour chacun de ses membres, par compte de client et compte de chambre de compensation, ainsi que la marge initiale déposée par chacun des membres, par compte. Le projet de disposition 39.19(c)(1)(ii) exigerait que l'organisme de compensation désigné déclare la marge de variation quotidienne qu'il perçoit et paye. La déclaration indiquerait séparément le montant de la valorisation à la valeur de marché (mark-to-market) que chaque membre compensateur a versé ou reçu, par compte⁸².

La SEC a proposé la règle 17Ad-22(c)(1), qui exigerait que la contrepartie centrale fasse le calcul et tienne un registre des ressources financières nécessaires pour résister, à tout le moins, à la défaillance du participant présentant l'exposition la plus importante dans une conjoncture du marché extrême mais plausible, et conserve une documentation suffisante pour expliquer la méthode de calcul de ces besoins en ressources financières⁸³.

La SEC traite également de la diffusion de renseignements dans le public afin d'aider les participants au marché à évaluer leurs risques :

[Traduction] La règle proposée exigerait la diffusion de renseignements sur l'établissement des prix et la valorisation par les contreparties centrales [...] auprès du public, selon des conditions justes, raisonnables et qui ne sont pas indûment discriminatoires, [y compris] tous les prix de règlement de fin de séance et tout autre

⁸² Federal Register / Volume 75, Number 240 / December 15, 2010, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/ProposedRules/2010-31130>.

⁸³ Federal Register / Vol. 76, No. 51 / Wednesday, March 16, 2011 / Proposed Rules, p. 14476, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-03-16/pdf/2011-5182.pdf>.

prix des dérivés de gré à gré qu'elles peuvent établir pour calculer les exigences de marge de ses participants à la valeur de marché.

12.1 Recommandations du Comité

Le Comité recommande que chaque territoire représenté au sein des ACVM obtienne dans sa législation le pouvoir d'obliger les contreparties centrales à transmettre à l'organisme de réglementation du marché l'information nécessaire à la surveillance. La réglementation établira cette information et en précisera la fréquence de transmission et la forme. Cette information peut inclure, notamment, des détails sur les opérations, les exigences de marge, les contributions au fonds de garantie, les états financiers, les modèles de risque, les ressources financières qui sont nécessaires dans les situations de tension du marché, les décisions et rapports du conseil d'administration, les modifications aux règles et aux procédures, l'information sur les ententes d'impartition, y compris toute convention et tout programme de surveillance, et le détail de toute mesure d'urgence ou disciplinaire.

12.2 Consultation

Question 9. Le Comité souhaite recueillir des commentaires sur le type d'information qu'une contrepartie centrale devrait fournir et rendre publique.

13. Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire

Comme nous l'avons vu, le Comité propose que chaque territoire représenté au sein des ACVM adopte une législation obligeant toutes les contreparties centrales qui compensent des dérivés de gré à gré à être reconnues comme chambres de compensation ou à en être dispensées. Cette obligation est déjà en vigueur au Québec⁸⁴, en Ontario⁸⁵ et en Alberta⁸⁶. Elle s'appliquerait non seulement aux contreparties centrales du territoire en question, mais aussi à celles établies à l'étranger qui souhaitent exercer des activités de compensation avec une entité d'un territoire représenté au sein des ACVM.

À cet égard, les principes applicables aux infrastructures du marché financier prévoient ce qui suit :

[Traduction] *Les banques centrales, les organismes de réglementation du marché et les autres autorités compétentes devraient coopérer entre elles dans leurs pays respectifs et au niveau international (c'est-à-dire, au niveau transfrontalier) afin de s'entraider dans la réalisation de leurs mandats respectifs d'encadrement, de supervision ou de surveillance des infrastructures du marché financier. Les autorités*

⁸⁴ *Loi sur les instruments dérivés* (Québec), L.R.Q., c. I-14.01, article 12, accessible à l'adresse http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/I_14_01/I14_01.html.

⁸⁵ *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), L.R.O. 1990, c. S.5, paragraphe 0.1 de l'article 21.2.

⁸⁶ *Securities Act* (Alberta), RSA 2000, C S-4, s. 67(1), accessible à l'adresse <http://www.qp.alberta.ca/documents/Acts/s04.pdf>.

compétentes devraient envisager et, s'il y a lieu, établir des accords de coopération qui tiennent compte de ce qui suit : a) les responsabilités qui leur incombent en vertu de la loi; b) l'importance systémique de l'infrastructure du marché financier dans leurs territoires respectifs; c) le profil de risque complet de l'infrastructure du marché financier (notamment la prise en compte des risques qui peuvent découler des entités interdépendantes); et d) les participants à l'infrastructure du marché financier. Ces accords visent à permettre une réglementation, une supervision et une surveillance complètes et à établir un mécanisme permettant à une pluralité d'autorités de s'acquitter de leurs responsabilités de façon efficace et efficiente. Les autorités sont encouragées à coopérer en vue de diminuer les probabilités de lacunes qui pourraient survenir dans la réglementation, la supervision et la surveillance si elles ne se coordonnaient pas ainsi que de réduire les chevauchements et le fardeau pour les infrastructures du marché financier ou les autorités coopérantes. Les autorités compétentes devraient aussi coopérer avec les autorités de résolution et les superviseurs des participants directs, au besoin, afin de permettre à chacun de s'acquitter de ses responsabilités⁸⁷.

Le rapport de l'OICV intitulé *Principles Regarding Cross-Border Supervision* souligne l'importance des accords de coopération :

[Traduction] Si les organismes de réglementation réagissent souvent en obligeant les entités réglementées à faire en sorte que les activités qu'elles exercent à l'étranger satisfassent aux normes locales et aux obligations de surveillance avant de pouvoir exercer des activités dans leur territoire de compétence, il peut être difficile de confirmer que ces exigences sont respectées et de les mettre en application. Même lorsque les autorités en valeurs mobilières disposent de mécanismes de coopération en matière d'application de la loi comme l'Accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations de l'OICV, elles peuvent éprouver de la difficulté, en dehors de leurs activités d'application de la loi, à recueillir l'information courante dont elles ont besoin pour exercer une surveillance efficace sans l'assistance et la coopération des organismes homologues compétents. Les organismes de réglementation exercent la supervision de différentes façons mais ils ont tous intérêt à échanger des informations et à coopérer sur la base de la confiance que leurs régimes de réglementation et de supervision respectifs auront su mériter⁸⁸.

L'UE propose ce qui suit :

⁸⁷ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 134.

⁸⁸ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>.

Des membres compensateurs établis dans l'Union peuvent recourir aux services d'une contrepartie centrale établie dans un pays tiers afin de compenser des produits dérivés de gré à gré, y compris aux fins de l'obligation de compensation centrale [...], à condition que ladite contrepartie soit reconnue par l'AEMF conformément à la procédure définie aux paragraphes suivants.

(L'AEMF ou l'organisme de réglementation local) peut reconnaître une contrepartie centrale établie dans un pays tiers qui a demandé la reconnaissance en vue d'assurer certains services ou activités de compensation si et seulement si les conditions suivantes sont respectées:

a) la Commission a adopté une décision conformément au paragraphe 3;

b) la contrepartie centrale est agréée dans le pays tiers et y est soumise à une surveillance effective garantissant qu'elle satisfait pleinement aux exigences en matière prudentielle applicables dans ce pays tiers;

c) des modalités de coopération ont été établies conformément au paragraphe 4⁸⁹.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier indiquent que la contrepartie centrale devrait répondre aux conflits de lois qui peuvent survenir lorsque plusieurs pays sont concernés :

[Traduction] Le risque juridique que posent les conflits de lois peut survenir lorsque l'infrastructure du marché financier est ou peut raisonnablement devenir assujettie aux lois de divers autres pays (par exemple, ceux dont elle accepte des participants ou dans lesquels elle détient des actifs ou exerce des activités). Dans ces circonstances, l'infrastructure du marché financier devrait spécifier et analyser les problèmes que pourraient poser ces conflits et instaurer des règles et des procédures pour atténuer ce risque. Par exemple, les règles qui régissent ses activités devraient indiquer clairement la loi qui doit s'appliquer à chacun de leurs aspects. L'infrastructure du marché financier et ses participants devraient connaître les restrictions applicables au choix de la loi applicable à ses activités en cas de différence entre les règles de fond des pays concernés. D'ordinaire, aucun pays ne permet de choisir par contrat une loi qui contourne ses règles fondamentales d'ordre public. Ainsi, lorsqu'une incertitude pèse sur l'applicabilité de son choix de loi dans

⁸⁹ UE, 14 juin 2011, par. 1 et 2 de l'article 23.

les pays concernés, l'infrastructure du marché financier devrait, pour y remédier, obtenir à cet égard des avis juridiques indépendants⁹⁰.

Étant donné que la majorité des contreparties aux opérations sur dérivés qu'ils concluent sont situés à l'extérieur du Canada, les participants au marché canadien devront de toute évidence faire appel à des contreparties centrales étrangères pour compenser, à tout le moins, certaines opérations sur dérivés de gré à gré. Le Comité estime que l'examen et la reconnaissance (ou la dispense de reconnaissance) de ces contreparties centrales doit être prioritaire si l'on veut que le Canada remplisse ses engagements du G20. La reconnaissance de contreparties centrales étrangères exigera des organismes de réglementation canadiens d'avoir l'assurance de pouvoir exercer des pouvoirs réglementaires appropriés et efficaces à leur égard, ce qui, dans bon nombre de cas, nécessitera l'institution de régimes réglementaires de coopération avec des organismes de réglementation étrangers. Il faut commencer immédiatement à élaborer des protocoles d'entente avec ces derniers afin que les organismes de réglementation canadiens reçoivent l'information et la coopération dont ils ont besoin pour surveiller les contreparties centrales étrangères qu'ils auront reconnues ou dispensées de la reconnaissance. Qui plus est, il faut poursuivre rapidement les travaux entrepris avec les organismes internationaux pour instaurer des normes de données et élaborer des meilleures pratiques.

Le Comité estime que les organismes de réglementation des contreparties centrales canadiennes et étrangères devraient élaborer et respecter un cadre clair de coopération en matière de surveillance pour réglementer les contreparties centrales assujetties à la réglementation de plusieurs territoires. Ce cadre devrait préciser le rôle des organismes de réglementation en matière de surveillance et de contrôle du modèle de gouvernance, de l'élaboration des règles et du fonctionnement des contreparties centrales dans le cours normal de leurs activités et dans les périodes de crise. Il devrait préciser les droits et responsabilités de tous les organismes de réglementation concernés et définir leur capacité d'agir pour régler des questions locales d'intérêt public sans porter préjudice aux droits des autres organismes.

La procédure de reconnaissance des contreparties centrales étrangères comprendra un examen additionnel de la structure réglementaire de leur pays d'origine pour vérifier si elle est comparable à la surveillance des contreparties centrales canadiennes, de même qu'un examen des questions juridiques propres à la compensation transfrontalière. Il est notamment question des règles régissant les faillites, des exigences de garantie, de l'échange continu d'information, de la coopération en matière de surveillance et d'application de la loi et enfin de la concertation. Les organismes canadiens de réglementation du marché concluraient des protocoles d'entente avec les organismes étrangers sur des questions comme l'échange d'information, la coopération en matière d'application de la loi et d'enquêtes, la consultation sur les modifications des règles des

⁹⁰ Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 25.

contreparties centrales, la notification des modifications réglementaires ou législatives, les personnes-ressources et les procédures de communications durant les périodes de crise.

13.1 Infrastructure des contreparties centrales

Dans le Document de Consultation 91-401, le Comité a présenté trois possibilités de compensation des dérivés de gré à gré pour les participants au marché canadien : l'accès à une contrepartie centrale étrangère, une solution exclusivement canadienne, et une solution canadienne avec des liens internationaux ou l'interopérabilité.

Quelle que soit l'infrastructure qui s'en dégagera, et étant entendu que celle-ci pourra évoluer avec le temps, le Comité estime qu'il faut instaurer des obligations réglementaires garantissant aux organismes canadiens de réglementation du marché qu'il s'exercera une surveillance adéquate des activités de la contrepartie centrale. Le présent document, et notamment les recommandations, s'applique à toutes les infrastructures imaginables. Puisqu'il n'a pas pour objet de définir l'infrastructure la plus appropriée, les règlements à venir devront posséder la même souplesse.

14. Questions supplémentaires en vue de la consultation

- Question 10. De manière générale, le Comité s'est efforcé de suivre les recommandations internationales pour formuler les recommandations propres au Canada dans le présent document. Certaines recommandations sont-elles inappropriées pour le marché canadien?
- Question 11. Quels changements faudrait-il apporter au cadre réglementaire actuel en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale?
- Question 12. Selon vous, faut-il modifier le droit canadien pour rendre la compensation des dérivés de gré à gré plus efficiente, que la contrepartie centrale soit canadienne ou étrangère? Dans l'affirmative, quelles modifications faut-il apporter et pour quelles raisons?

Annexe A

Principes applicables aux infrastructures du marché financier : Résumé des principes⁹¹

Principe 1 : Fondement juridique

Chaque aspect important des activités d'une infrastructure du marché financier devrait avoir un fondement juridique bien établi, clair, transparent et exécutoire dans tous les territoires concernés.

Aspects clés

1. *Le fondement juridique devrait procurer un haut degré de certitude pour chaque aspect important des activités de l'infrastructure du marché financier dans tous les territoires concernés.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de règles, de procédures et de contrats clairs, intelligibles et conformes aux lois et règlements applicables.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait être en mesure d'exposer clairement et de façon intelligible le fondement juridique de ses activités aux autorités compétentes, aux participants et, le cas échéant, aux clients des participants.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de règles, de procédures et de contrats exécutoires dans tous les territoires concernés. Il devrait exister un degré élevé de certitude que les mesures prises par l'infrastructure du marché financier en vertu de ces règles et procédures ne seront pas annulées, infirmées ou suspendues.*
5. *L'infrastructure du marché financier qui exerce des activités dans plusieurs territoires devrait définir et atténuer les risques découlant de tout conflit potentiel entre leurs lois.*

Principe 2 : Gouvernance

Une infrastructure du marché financier devrait comporter des mécanismes de gouvernance clairs et transparents qui assurent sa sécurité et son efficience et qui soutiennent la stabilité du système financier dans son ensemble et d'autres éléments d'intérêt public pertinents, ainsi que la poursuite des objectifs des parties intéressées.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait avoir des objectifs qui donnent une haute priorité à sa sécurité et à son efficience et qui soutiennent explicitement la stabilité financière et d'autres points d'intérêt public pertinents.*

⁹¹ Document accessible à l'adresse <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>.

2. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de mécanismes de gouvernance documentés qui prévoient des chaînes de responsabilité claires et directes. Ces mécanismes devraient être communiqués aux propriétaires, aux autorités compétentes, aux participants et, plus généralement, au public.*
3. *Les rôles et responsabilités du conseil d'administration (ou l'équivalent) de l'infrastructure du marché financier devraient être clairement définis et son fonctionnement devrait reposer sur des procédures documentées, notamment des procédures pour relever, traiter et gérer les conflits d'intérêts des membres. Le conseil d'administration devrait examiner régulièrement sa performance globale et celle de ses membres.*
4. *Le conseil d'administration devrait se composer de membres compétents possédant les habiletés et bénéficiant des incitations nécessaires pour remplir ses multiples fonctions, ce qui requiert généralement l'inclusion d'un ou de plusieurs membres n'appartenant pas à la direction.*
5. *Les rôles et responsabilités des dirigeants devraient être clairement définis. La direction de l'infrastructure du marché financier devrait posséder l'expérience pertinente, un éventail de compétences et l'intégrité nécessaires pour s'acquitter de ses responsabilités relatives au fonctionnement de l'infrastructure du marché financier et à la gestion de ses risques.*
6. *Le conseil d'administration devrait établir un cadre de gestion du risque clair et documenté qui inclut la politique de tolérance au risque de l'infrastructure du marché financier, attribue les responsabilités pour les décisions concernant les risques et traite de la prise de décision en situation de crise ou d'urgence. Les mécanismes de gouvernance devraient garantir que les titulaires des fonctions de gestion du risque et de contrôle interne disposent de pouvoirs, d'une indépendance, de ressources et d'un accès au conseil d'administration suffisants.*
7. *Le conseil d'administration devrait veiller à ce que la conception, les règles, la stratégie globale et les décisions importantes de l'infrastructure du marché financier tiennent adéquatement compte des intérêts légitimes de ses participants directs et indirects et des autres intéressés. Les décisions importantes devraient être clairement communiquées aux intéressés et, si elles ont une incidence notable sur le marché, au public.*

Principe 3 : Cadre de gestion globale des risques

Une infrastructure du marché financier devrait s'appuyer sur un cadre solide de gestion globale des risques, notamment les risques d'ordre juridique et opérationnel et les risques de crédit et de liquidité.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de politiques, de procédures et de systèmes de gestion du risque lui permettant de relever, mesurer, surveiller et gérer tous les risques auxquels elle est exposée ou qu'elle prend en charge. Les cadres de gestion des risques devraient être revus périodiquement.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait inciter ses participants et, le cas échéant, leurs clients à gérer et à contenir les risques qu'ils lui font courir.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait examiner régulièrement les risques importants que lui posent d'autres entités ou qu'elle pose à d'autres entités (comme les autres infrastructures du marché financier, les banques de règlement, les fournisseurs de liquidités et les fournisseurs de services) du fait de leur interdépendance, et élaborer des outils de gestion du risque appropriés.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait définir les scénarios qui pourraient l'empêcher de continuer à exercer ses activités ou à fournir ses services qui sont essentiels, et évaluer l'efficacité d'une vaste gamme d'options de reprise ou de cessation ordonnée de ses activités. L'infrastructure du marché financier devrait, d'après les résultats de cette évaluation, établir des plans appropriés de reprise ou de cessation ordonnée de ses activités. S'il y a lieu, l'infrastructure du marché financier devrait aussi transmettre aux autorités concernées l'information nécessaire à la planification de la résolution.*

Principe 4 : Risque de crédit

Une infrastructure du marché financier devrait mesurer, surveiller et gérer efficacement son exposition au risque de crédit de ses participants ainsi que les risques associés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement. Elle devrait conserver des ressources financières suffisantes pour couvrir complètement son exposition au risque de crédit de chaque participant avec un degré élevé de confiance. En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires devrait conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Toutes les autres contreparties centrales devraient conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait établir un cadre solide pour gérer son exposition au risque de crédit de ses participants et les risques de crédit liés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement. L'exposition au risque de crédit peut découler de l'exposition courante, de l'exposition future potentielle ou des deux. L'infrastructure du marché financier devrait relever les sources de risque de crédit, mesurer et surveiller régulièrement les expositions au risque de crédit et utiliser des outils appropriés de gestion du risque pour les maîtriser.*
2. *Tout système de paiement ou système de règlement de valeurs mobilières devrait couvrir complètement ses expositions courantes et, s'il y a lieu, ses expositions futures potentielles à chaque participant avec un degré élevé de confiance à l'aide de garanties ou d'autres ressources financières équivalentes (voir le principe 5 sur les garanties). Dans le cas d'un système recourant au règlement net reporté, dans lequel il n'existe aucune garantie de règlement mais qui expose ses participants à des risques de crédit liés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement, cette infrastructure du marché financier devrait conserver à tout le moins des ressources suffisantes pour couvrir ses expositions aux deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit dans le système.*
3. *La contrepartie centrale devrait couvrir complètement ses expositions courantes et futures potentielles à chaque participant avec un degré élevé de confiance à l'aide de marges ou d'autres ressources financières préfinancées (voir le principe 5 concernant les garanties et le principe 6 concernant les marges). En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires devrait conserver des ressources financières supplémentaires pour couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Toutes les autres contreparties centrales devraient conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Dans tous les cas, la contrepartie centrale devrait documenter la justification du montant total des ressources financières qu'elle maintient et établir des ententes de gouvernance appropriées à cet égard.*
4. *La contrepartie centrale devrait déterminer le montant de ses ressources financières totales et vérifier régulièrement si elles suffisent en cas d'une ou de plusieurs défaillances dans une conjoncture du marché extrême mais plausible en les*

soumettant à des simulations de crise rigoureuses. La contrepartie centrale devrait se doter de procédures claires pour transmettre les résultats des simulations aux décideurs concernés à l'interne et les utiliser pour évaluer si ses ressources financières totales suffisent et les ajuster. Les simulations de crise devraient être effectuées quotidiennement en fonction de paramètres et d'hypothèses normalisés et préétablis. Au moins une fois par mois, la contrepartie centrale devrait procéder à une analyse exhaustive et approfondie des scénarios, des modèles et des paramètres et hypothèses sous-jacents des simulations de crise afin de vérifier qu'ils sont appropriés pour établir le degré nécessaire de protection contre les défaillances à la lumière des conditions de marché actuelles et en évolution. Elle devrait procéder à cette analyse plus souvent lorsque les produits compensés ou les marchés desservis sont hautement volatiles, qu'ils deviennent moins liquides ou que la taille ou la concentration des positions détenues par les participants à la contrepartie centrale augmentent de manière significative. Elle devrait effectuer une validation complète du modèle de gestion des risques au moins une fois par an.

- 5. Dans ses simulations de crise, la contrepartie centrale devrait tenir compte de l'incidence d'une vaste gamme de scénarios pertinents en ce qui a trait aux positions des deux parties défaillantes et des variations possibles de prix durant les périodes de liquidation. Les scénarios devraient envisager notamment des volatilités de prix à des sommets historiques, des variations d'autres conditions de marché comme les facteurs de détermination des prix et les courbes de rendement, des défaillances multiples sur divers horizons temporels, des pressions simultanées sur les marchés du financement et des actifs ainsi qu'une gamme de scénarios de crise prospectifs dans une variété de conjonctures du marché extrêmes mais plausibles.*
- 6. L'infrastructure du marché financier devrait établir des règles et des procédures explicites concernant toutes les pertes de crédit qu'elle pourrait subir en raison de la défaillance d'un ou de plusieurs de ses participants relativement aux obligations qu'ils ont envers elle. Ces règles et procédures devraient porter sur l'attribution des pertes de crédit potentiellement non couvertes, notamment le remboursement des fonds qu'elle peut emprunter auprès de fournisseurs de liquidité. Elles devraient aussi indiquer la procédure de reconstitution des ressources financières que l'infrastructure du marché financier peut employer en période de crise, de façon à ce qu'elle puisse continuer à exercer ses activités de manière sûre et saine.*

Principe 5 : Garanties

Une infrastructure du marché financier qui exige des garanties pour gérer son exposition au risque de crédit ou celui de ses participants devrait accepter des garanties présentant un faible risque de crédit, de liquidité et de marché. Elle devrait aussi établir et appliquer des décotes et des limites de concentration prudentes.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait généralement limiter les actifs qu'elle accepte (automatiquement) comme garantie à ceux qui présentent un faible risque de crédit, de liquidité et de marché.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait établir des pratiques d'évaluation prudentes et élaborer des décotes qui sont régulièrement soumis à des simulations de crise et tiennent compte de conjonctures du marché difficiles.*
3. *Afin de réduire la nécessité de faire des ajustements procycliques, l'infrastructure du marché financier devrait établir des décotes stables et prudentes qui sont calibrées en fonction de conjonctures du marché difficiles, dans la mesure où il est possible et prudent de le faire.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait éviter la concentration de certains actifs lorsque cela affaiblirait gravement sa capacité de les liquider rapidement sans que leur prix soit touché de manière significative.*
5. *L'infrastructure du marché financier qui accepte des garanties transfrontalières devrait atténuer les risques qui en découlent et veiller à pouvoir les utiliser en temps opportun.*
6. *L'infrastructure du marché financier devrait utiliser un système de gestion des garanties bien conçu et fonctionnellement souple.*

Principe 6 : Marges

Une infrastructure du marché financier devrait couvrir son exposition au risque de crédit de ses participants pour tous les produits au moyen d'un système de marges efficace, fondé sur les risques et évalué régulièrement.

Aspects clés

1. *La contrepartie centrale devrait se doter d'un système de marges qui établit des niveaux de marge correspondant aux risques et aux caractéristiques propres à chaque produit, portefeuille et marché qu'elle dessert.*
2. *La contrepartie centrale devrait disposer d'une source fiable de données actuelles sur son système de marges. Elle devrait aussi se doter de procédures et de modèles de valorisation fiables pour faire face aux circonstances dans lesquelles les données sur les prix ne sont pas disponibles ou fiables.*
3. *La contrepartie centrale devrait adopter des modèles et des paramètres de marge initiale fondés sur le risque et générant des exigences de marge suffisantes pour couvrir ses expositions potentielles futures aux participants dans l'intervalle entre le dernier dépôt de marge et le dénouement de positions à la suite de la défaillance d'un participant. La marge initiale devrait respecter un niveau de confiance unilatéral établi au moins à 99 % à l'égard de la répartition estimative de l'exposition future. Pour la*

contrepartie centrale qui calcule la marge au niveau du portefeuille, cette obligation s'applique à la répartition de l'exposition future de chaque portefeuille. Pour la contrepartie centrale qui calcule la marge à un niveau plus détaillé, par exemple celui du sous-portefeuille ou du produit, l'obligation doit être respectée pour les répartitions correspondantes de l'exposition future. Le modèle devrait a) utiliser une estimation prudente des horizons temporels pour une couverture ou un dénouement efficaces des positions sur les types précis de produits qui sont compensés par la contrepartie centrale (y compris dans les conjonctures de marché difficiles), b) prévoir une méthode appropriée pour mesurer l'exposition au risque de crédit qui tienne compte des facteurs de risque pertinents et des répercussions sur tous les produits du portefeuille, et c), dans la mesure où cela est possible et prudent, limiter la nécessité d'apporter des changements procycliques déstabilisants.

- 4. La contrepartie centrale devrait valoriser les positions des participants à la valeur de marché et percevoir les marges de variation au moins quotidiennement afin de limiter l'accumulation des expositions courantes. Elle devrait avoir l'autorité et la capacité opérationnelle de faire des appels de marge intrajournaliers auprès des participants et de leur verser des paiements, qu'ils soient prévus ou non.*
- 5. Pour calculer les exigences de marge, la contrepartie centrale peut autoriser des compensations ou des réductions de marge requise entre les produits qu'elle ou une autre contrepartie centrale compense s'il est possible d'établir une corrélation significative et fiable entre le risque d'un produit et celui d'un autre. Les contreparties centrales autorisées à offrir des marges croisées doivent avoir des protections appropriées et des systèmes de gestion du risque harmonisés.*
- 6. La contrepartie centrale devrait analyser et surveiller son modèle de performance et de couverture globale par les marges en effectuant quotidiennement des contrôles ex post rigoureux et, au moins une fois par mois ou plus souvent, s'il y a lieu, des analyses de sensibilité. Elle devrait évaluer régulièrement les propriétés théoriques et empiriques de son modèle de marge pour tous les produits qu'elle compense. Lorsqu'elle procède à l'analyse de sensibilité de la couverture de son modèle, la contrepartie centrale devrait envisager une vaste gamme de paramètres et d'hypothèses qui reflètent des conjonctures de marché plausibles, notamment les périodes les plus volatiles enregistrées sur les marchés qu'elle dessert et les changements extrêmes dans les corrélations entre les prix.*
- 7. La contrepartie centrale devrait examiner et valider régulièrement son régime de marges.*

Principe 7 : Risque de liquidité

Une infrastructure du marché financier devrait mesurer, surveiller et gérer efficacement son risque de liquidité. Elle devrait conserver des ressources liquides suffisantes dans toutes les monnaies pertinentes pour procéder au règlement le même jour et, s'il y a lieu, au règlement intrajournalier et sur plusieurs jours des obligations de paiement avec un degré élevé de confiance selon une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de liquidité globale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait se doter d'un cadre solide de gestion des risques de liquidité de ses participants, des banques de règlement, des agents nostro, des banques dépositaires, des fournisseurs de liquidités et d'autres entités.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait se doter d'outils opérationnels et analytiques efficaces pour détecter, mesurer et surveiller ses flux de règlement et de financement en continu et en temps opportun, y compris son utilisation de liquidités intrajournalières.*
- 3. Tout système de paiement ou système de règlement de valeurs mobilières, qu'il ait ou non recours à un mécanisme de règlement net reporté, devrait conserver des ressources liquides suffisantes dans toutes les monnaies pertinentes pour procéder au règlement le même jour et, s'il y a lieu, au règlement intrajournalier ou sur plusieurs jours des obligations de paiement avec un degré élevé de confiance selon une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de paiement globale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.*
- 4. La contrepartie centrale devrait conserver des ressources liquides suffisantes dans toutes les monnaies pertinentes pour procéder au règlement des paiements relatifs à des valeurs mobilières, d'effectuer les versements au titre de la marge de variation et de s'acquitter de ses autres obligations de paiement au moment prévu avec un degré élevé de confiance dans une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de paiement globale pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs*

territoires devrait envisager de conserver des ressources liquides supplémentaires pour couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de paiement globale pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.

- 5. Afin de remplir l'exigence de ressources liquides minimales, les ressources liquides admissibles de l'infrastructure du marché financier dans chaque monnaie comprennent les espèces déposées auprès de la banque centrale d'émission et de banques commerciales solvables, les lignes de crédit, swaps de change et prises en pension consenties ainsi que les biens donnés en garantie facilement négociables et détenus auprès d'un dépositaire et les investissements facilement disponibles le jour même et convertibles en espèces dans le cadre de conventions de financement préétablies et très fiables, même dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Si l'infrastructure du marché financier a accès à des facilités de crédit courantes de la banque centrale d'émission, elle peut les compter dans les ressources liquides minimales dans la mesure où elle détient des garanties que la banque peut accepter en garantie (ou accepter pour effectuer avec elle d'autres opérations appropriées). L'infrastructure du marché financier devrait pouvoir disposer de ces ressources lorsqu'elle en a besoin.*
- 6. L'infrastructure du marché financier peut compléter ses ressources liquides admissibles par d'autres formes de ressources liquides. Si elle le fait, ces ressources devraient consister en des actifs susceptibles d'être vendus ou acceptés en garantie de lignes de crédit, de swap et ou de prises en pension de façon ponctuelle à la suite d'une défaillance, même s'il n'est pas possible de le préétablir ou de le garantir de manière fiable dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Même si l'infrastructure du marché financier n'a pas accès à des facilités de crédit courantes d'une banque centrale, elle devrait tenir compte du type de garanties généralement acceptées par la banque, car ces actifs pourraient être plus liquides dans des situations de crise. L'infrastructure du marché financier ne devrait pas faire de l'existence de facilités de crédit d'urgence auprès de la banque centrale une partie de son plan de liquidité.*
- 7. L'infrastructure du marché financier devrait, par des contrôles diligents rigoureux, atteindre un haut degré de confiance que chaque fournisseur de ressources liquides minimales admissibles requises, qu'il soit un participant à l'infrastructure du marché financier ou une partie externe, dispose de suffisamment d'information pour comprendre et gérer ses risques de liquidité et qu'il a la capacité de respecter son engagement. Si cela est pertinent pour évaluer la fiabilité du fournisseur de liquidités relativement à une monnaie donnée, ses possibilités d'accéder à des facilités de crédit de la banque centrale d'émission peuvent être prises en compte. L'infrastructure du*

marché financier devrait mettre régulièrement à l'essai ses procédures d'accès à ses ressources liquides auprès du fournisseur de liquidités.

- 8. L'infrastructure du marché financier qui a accès à des comptes, à des services de paiement ou à des services en valeurs mobilières auprès de la banque centrale devrait les utiliser, si possible, pour améliorer sa gestion du risque de liquidité.*
- 9. L'infrastructure du marché financier devrait déterminer le montant de ses ressources liquides et vérifier régulièrement si elles suffisent en les soumettant à des simulations de crise rigoureuses. Elle devrait se doter de procédures claires pour transmettre les résultats de ces simulations aux décideurs concernés à l'interne et les utiliser pour évaluer l'adéquation de son cadre de gestion du risque de liquidité et l'ajuster. Lorsqu'elle effectue des simulations de crise, la contrepartie centrale devrait envisager une vaste gamme de scénarios pertinents, notamment des volatilités de prix à des sommets historiques, des variations d'autres conditions de marché comme les facteurs de détermination des prix et les courbes de rendement, des défaillances multiples sur divers horizons temporels, des pressions simultanées sur les marchés du financement et des actifs ainsi que de scénarios de crise prospectifs dans une variété de conjonctures du marché extrêmes mais plausibles. Les scénarios devraient également tenir compte de la conception et du fonctionnement de l'infrastructure du marché financier et comprendre toutes les entités qui pourraient lui poser des risques de liquidité importants (comme des banques de règlement, des agents nostro, des banques dépositaires, des fournisseurs de liquidités et des infrastructures du marché financier liées) et, s'il y a lieu, couvrir une période de plusieurs jours. Dans tous les cas, la contrepartie centrale devrait documenter la justification du montant total et la forme des ressources liquides totales qu'elle maintient et établir des ententes de gouvernance appropriées à cet égard.*
- 10. L'infrastructure du marché financier devrait établir des règles et des procédures explicites afin de procéder au règlement le jour même et, s'il y a lieu, au règlement intrajournalier et sur plusieurs jours des obligations de paiement au moment prévu à la suite d'une ou de plusieurs défaillances de ses participants. Ces règles et procédures devraient traiter des déficits de liquidité imprévus et potentiellement non couverts et viser à éviter de dénouer ou de révoquer des obligations de paiement ou d'en retarder le règlement le jour même. Elles devraient aussi indiquer la procédure de reconstitution des ressources liquides employées par l'infrastructure du marché financier en situation de crise de façon à ce qu'elle puisse continuer à exercer ses activités de manière sûre et saine.*

Principe 8 : Irrévocabilité du règlement

Une infrastructure du marché financier devrait procéder à un règlement final clair et certain au plus tard à la fin de la journée, à la date de valeur. Elle devrait, lorsqu'il est nécessaire ou préférable de le faire, effectuer le règlement final pendant la même journée ou en temps réel.

Aspects clés

1. *Les règles et les procédures de l'infrastructure du marché financier devraient définir clairement le point auquel le règlement est final.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait effectuer le règlement final au plus tard à la fin de la journée, à la date de valeur, et de préférence pendant la journée ou en temps réel afin de réduire le risque de règlement. Tout système de transfert de paiements de grande valeur ou système de règlement des valeurs mobilières devrait envisager d'adopter le RBTR ou le traitement de lots multiples le jour du règlement.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait définir clairement le moment à partir duquel le participant ne peut plus révoquer les paiements, les instructions de transfert ou d'autres obligations qui ne sont pas réglés.*

Principe 9 : Règlements monétaires

Une infrastructure du marché financier devrait, si possible, effectuer ses règlements monétaires avec les fonds de la banque centrale. Si elle n'utilise pas ces fonds, elle devrait réduire et contrôler strictement les risques de crédit et de liquidité liés à l'utilisation de fonds provenant de banques commerciales.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait effectuer ses règlements monétaires avec les fonds de la banque centrale, si possible, pour éviter les risques de crédit et de liquidité.*
2. *L'infrastructure du marché financier qui n'utilise pas les fonds de la banque centrale devrait effectuer ses règlements monétaires au moyen d'actifs qui présentent peu de risque de crédit ou de liquidité ou aucun.*
3. *Si l'infrastructure du marché financier effectue le règlement en fonds provenant de banques commerciales, elle devrait surveiller, gérer et limiter ses risques de crédit et de liquidité découlant des banques de règlement commerciales. En particulier, l'infrastructure du marché financier devrait établir, pour ses banques de règlement, des critères stricts concernant notamment leur réglementation, leur supervision, leur solvabilité, leur capitalisation, leur accès à des liquidités et leur fiabilité opérationnelle, et devrait vérifier le respect de ces critères. Elle devrait également surveiller et gérer la*

concentration des expositions aux risques de crédit et de liquidité de ses banques de règlement commerciales.

- 4. L'infrastructure du marché financier qui effectue des règlements monétaires avec ses propres fonds devrait réduire et contrôler strictement ses risques de crédit et de liquidité.*
- 5. Les accords juridiques conclus entre l'infrastructure du marché financier et les banques de règlement devraient indiquer clairement le moment où devraient avoir lieu les transferts dans les registres des banques de règlements, et préciser que les transferts sont finaux une fois effectués et que les fonds reçus devraient être transférables dès que possible, au moins à la fin de la journée et idéalement au cours de la journée, afin de permettre à l'infrastructure du marché financier et à ses participants de gérer les risques de crédit et de liquidité.*

Principe 10 : Livraisons physiques

Une infrastructure du marché financier devrait énoncer clairement ses obligations en matière de livraison d'instruments physiques ou de marchandises et relever, surveiller et gérer les risques qui découlent de la livraison.

Aspects clés

- 1. Les règles de l'infrastructure du marché financier devraient énoncer clairement ses obligations en matière de livraison d'instruments physiques ou de marchandises.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques et les coûts découlant du stockage et de la livraison d'instruments physiques ou de marchandises.*

(Le principe 11 relatif aux dépositaires centraux de titres ne s'applique pas aux dérivés de gré à gré).

Principe 12 : Systèmes d'échange contre valeur

Une infrastructure du marché financier qui règle des opérations comportant le règlement de deux obligations liées (par exemple, des opérations sur titres ou de change) devrait éliminer le risque de capital en faisant du règlement final d'une obligation la condition du règlement de l'autre obligation.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier qui est un système d'échange contre valeur devrait éliminer le risque de capital en faisant en sorte que le règlement final d'une obligation se fasse si et seulement si le règlement final de l'autre obligation se fait aussi, que le règlement soit brut ou soit net et quel que soit le moment où il survient.*

Principe 13 : Règles et procédures relatives aux défaillances des participants

Une infrastructure du marché financier devrait disposer de règles et de procédures efficaces et clairement définies de gestion des défaillances des participants. Ces règles et procédures devraient permettre à l'infrastructure du marché financier d'agir rapidement pour contenir les pertes et les tensions sur la liquidité et continuer à remplir ses obligations.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait se doter de règles et de procédures en matière de défaillance qui lui permettent de continuer à remplir ses obligations en cas de défaillance d'un participant et qui traitent de la reconstitution des ressources à la suite d'une défaillance.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait être prête à mettre en œuvre ses règles et procédures en matière de défaillance, et notamment les procédures discrétionnaires appropriées prévues par ses règles.*
- 3. L'infrastructure du marché financier devrait rendre publics les principaux aspects de ses règles et procédures en matière de défaillance.*
- 4. L'infrastructure du marché financier devrait associer ses participants et les autres intéressés aux simulations et aux examens de ses procédures en matière de défaillance, notamment les procédures de dénouement. Les simulations et les examens devraient se tenir au moins annuellement ou à la suite de changements importants apportés aux règles et aux procédures pour vérifier si elles sont pratiques et efficaces.*

Principe 14 : Séparation et transférabilité

Une contrepartie centrale devrait établir des règles et des procédures permettant la séparation et la transférabilité des positions des clients d'un participant ainsi que des garanties qui lui ont été données à l'égard de ces positions.

Aspects clés

- 1. La contrepartie centrale devrait à tout le moins se doter de mécanismes de séparation et de transférabilité pour protéger efficacement les positions des clients des participants et les garanties connexes contre une défaillance ou l'insolvabilité de ce participant. Si la contrepartie centrale offre une protection supplémentaire pour les positions et les garanties de ce client contre la défaillance simultanée du participant et d'un autre client, elle devrait prendre des mesures pour en garantir l'efficacité.*
- 2. La contrepartie centrale devrait employer une structure de comptes lui permettant de distinguer facilement les positions appartenant aux clients d'un participant et de*

séparer les garanties connexes. Elle devrait conserver les positions et garanties du client dans des comptes individuels ou des comptes omnibus.

- 3. La contrepartie centrale devrait structurer ses mécanismes de transférabilité de façon à ce qu'il soit hautement probable que les positions et les garanties des clients d'un participant défaillant seront transférées à un ou plusieurs autres participants.*
- 4. La contrepartie centrale devrait diffuser ses règles, politiques et procédures relatives à la séparation et à la transférabilité des positions des clients d'un participant et des garanties connexes. En particulier, elle devrait indiquer si la garantie du client fait l'objet d'une protection individuelle ou omnibus. En outre, elle devrait préciser toute contrainte, notamment juridique ou opérationnelle, qui pourrait nuire à sa capacité de procéder à la séparation ou au transfert des positions des clients d'un participant et des garanties connexes.*

Principe 15 : Risque économique général

Une infrastructure du marché financier devrait définir, surveiller et gérer son risque économique général et détenir suffisamment d'actifs liquides nets financés par capitaux propres pour couvrir ses pertes économiques générales éventuelles de manière à pouvoir assurer la continuité de ses activités et de ses services si ces pertes se réalisent. En outre, ces actifs devraient en tout temps suffire pour permettre la reprise ou la cessation ordonnée de ses activités et services essentiels.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait se doter de systèmes solides de gestion et de contrôle pour détecter, surveiller et gérer les risques économiques généraux, notamment les pertes découlant d'une mauvaise exécution de la stratégie d'entreprise, les flux de trésorerie négatifs et des charges opérationnelles excessives et imprévues.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait maintenir des actifs nets liquides financés par capitaux propres (comme des actions ordinaires, des réserves publiées ou d'autres résultats non distribués) de sorte qu'elle puisse continuer à exercer ses activités et à fournir ses services si elle subit des pertes d'entreprise générales. Le montant de ces actifs nets liquides devrait être établi en fonction de son profil de risque économique général et du temps nécessaire pour procéder à la reprise ou à la cessation ordonnée, selon le cas, de ses activités et services essentiels si une telle mesure est prise.*
- 3. L'infrastructure du marché financier devrait maintenir un plan viable de reprise ou de cessation ordonnée des activités et conserver suffisamment d'actifs nets liquides financés par capitaux propres pour le mettre en œuvre. Elle devrait maintenir des actifs nets liquides financés par capitaux propres représentant au moins six mois de charges opérationnelles courantes. Ces actifs s'ajoutent aux ressources détenues afin de couvrir les défaillances de participants ou d'autres risques couverts selon les principes applicables aux ressources financières. Cependant, les capitaux propres détenus*

selon les normes internationales en matière d'actifs pondérés en fonction des risques peuvent être inclus, le cas échéant, pour éviter les chevauchements entre les exigences de fonds propres.

4. *Les actifs détenus pour couvrir le risque économique général devraient être de haute qualité et suffisamment liquides pour lui permettre de s'acquitter de ses charges opérationnelles courantes et prévues dans une gamme de scénarios, notamment lorsque la conjoncture du marché est difficile.*
5. *L'infrastructure du marché financier devrait maintenir un plan viable pour réunir des capitaux propres supplémentaires dans l'éventualité où ils baissent près du montant nécessaire ou en dessous. Ce plan devrait être approuvé par le conseil d'administration et actualisé régulièrement.*

Principe 16 : Risques de garde et de placement

Une infrastructure du marché financier devrait protéger ses actifs et ceux de ses participants et réduire autant que possible le risque de perte sur ces actifs et de délai d'attente pour en disposer. Elle devrait investir dans des instruments comportant peu de risque de crédit, de marché et de liquidité.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait déposer ses actifs et ceux de ses participants auprès d'entités supervisées, réglementées et dotées de pratiques de comptabilité, de procédures de garde et de contrôles internes rigoureux qui les protègent pleinement.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait pouvoir accéder rapidement à ses actifs, y compris ceux fournis par ses participants, quand elle en a besoin.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait évaluer et comprendre son exposition aux banques dépositaires, en tenant de compte de l'étendue des relations qu'elle entretient avec chacune d'elles.*
4. *La stratégie d'investissement de l'infrastructure du marché financier devrait être compatible avec sa stratégie globale de gestion du risque et communiquée intégralement à ses participants, et ses investissements devraient être garantis par des débiteurs de haute qualité ou des créances à leur égard. Ces investissements devraient pouvoir être liquidés rapidement sans que leur prix soit touché, ou peu.*

Principe 17 : Risque opérationnel

Une infrastructure du marché financier devrait définir les risques opérationnels plausibles, de source interne aussi bien que de source externe, et réduire leur incidence au moyen de systèmes, de politiques, de procédures et de contrôles appropriés. Les systèmes devraient viser à garantir un haut niveau de sécurité et de fiabilité opérationnelle et posséder une capacité adéquate et extensible. La gestion de la continuité des activités devrait viser à lui permettre de reprendre ses activités rapidement et de remplir ses obligations, même en cas d'interruption majeure ou généralisée.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait instaurer un cadre solide de gestion du risque opérationnel assorti des systèmes, politiques, procédures et contrôles appropriés pour relever, surveiller et gérer les risques opérationnels.*
- 2. Le conseil d'administration de l'infrastructure du marché financier devrait définir clairement les rôles et responsabilités en matière de gestion du risque opérationnel et approuver le cadre de gestion du risque opérationnel de celle-ci. Les systèmes, politiques opérationnelles, procédures et contrôles devraient être examinés, audités et mis à l'essai périodiquement et après tout changement significatif.*
- 3. L'infrastructure du marché financier devrait adopter des objectifs clairement définis en matière de fiabilité opérationnelle et se doter de politiques conçues pour les atteindre.*
- 4. L'infrastructure du marché financier devrait avoir une capacité d'extensibilité qui lui permet de traiter adéquatement des niveaux croissants de tension et d'atteindre ses objectifs en matière de services.*
- 5. L'infrastructure du marché financier devrait se doter de politiques globales de sécurité physique et de sécurité de l'information qui devraient traiter de toutes les vulnérabilités et menaces potentielles.*
- 6. L'infrastructure du marché financier devrait se doter d'un plan de continuité des activités qui répond aux événements posant un risque significatif de perturbation des activités, notamment les événements qui pourraient entraîner une interruption généralisée ou majeure. Le plan devrait prévoir un site secondaire et être conçu de manière à garantir que les systèmes essentiels de technologie de l'information peuvent reprendre les activités dans les deux heures suivant toute interruption. Il devrait être conçu de façon à permettre à l'infrastructure du marché financier d'effectuer le règlement au plus tard à la fin de la journée de l'interruption, même dans les cas extrêmes. L'infrastructure du marché financier devrait mettre ces dispositions à l'essai régulièrement.*
- 7. L'infrastructure du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques que ses principaux participants, d'autres infrastructures du marché financier et des*

fournisseurs de service pourraient poser à ses activités. En outre, elle devrait relever, surveiller et gérer les risques que ses activités pourraient poser à d'autres infrastructures du marché financier.

Principe 18 : Critères d'accès et de participation

Une infrastructure du marché financier devrait établir des critères de participation objectifs et fondés sur le risque qui assurent un accès équitable et libre, et communiquer ces critères publiquement.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait offrir un accès équitable et libre à ses services, notamment aux participants directs et, le cas échéant, indirects ainsi qu'aux autres infrastructures du marché financier, selon des critères de participation raisonnables et fondés sur le risque.*
- 2. Les critères de participation de l'infrastructure du marché financier devraient être justifiés par la sécurité et l'efficacité de celle-ci ainsi que des marchés qu'elle dessert, adaptés et proportionnels à ses risques particuliers, et communiqués au public. Sous réserve de maintenir des normes acceptables en matière de contrôle du risque, l'infrastructure du marché financier devrait viser à établir des critères qui restreignent le moins possible l'accès dans les circonstances.*
- 3. L'infrastructure du marché financier devrait surveiller continuellement la conformité à ses critères de participation, et se doter de procédures clairement définies et les communiquer au public pour faciliter la suspension et l'exclusion ordonnée de tout participant qui ne les respecte pas ou n'y satisfait plus.*

Principe 19 : Accords de participation par paliers

Une infrastructure du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques importants auxquels l'exposent les accords de participation par paliers.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait s'assurer que ses règles, procédures et conventions lui permettent de recueillir des informations de base sur la participation indirecte afin de relever, de surveiller et de gérer les risques importants pour elle qui proviennent des accords de participation par paliers.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait relever les dépendances importantes entre ses participants directs et indirects qui pourraient avoir une incidence sur elle.*
- 3. L'infrastructure du marché financier devrait identifier les participants indirects responsables d'une grande proportion des opérations qu'elle traite ainsi que ceux dont*

les volumes ou les valeurs des opérations sont importants par rapport à la capacité des participants directs par lesquels ils accèdent à l'infrastructure du marché financier afin de gérer les risques associés à ces opérations.

- 4. L'infrastructure du marché financier devrait évaluer régulièrement les risques découlant des accords de participation par paliers et, au besoin, prendre des mesures d'atténuation.*

Principe 20 : Liens de l'infrastructure du marché financier

Une infrastructure du marché financier qui établit des liens avec une ou plusieurs autres infrastructures du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques associés à ces liens.

Aspects clés

- 1. Avant de conclure une convention créant un lien, et en permanence une fois qu'un lien est établi, l'infrastructure du marché financier devrait définir, surveiller et gérer toutes les sources de risque en découlant. Les conventions relatives aux liens devraient être conçues pour que chaque infrastructure du marché financier soit en mesure de continuer à se conformer aux autres principes formulés aux présentes.*
- 2. Tout lien devrait être bien fondé en droit dans tous les territoires concernés pour protéger son modèle et les infrastructures du marché financier qui y participent.*
- 3. Les dépositaires centraux de titres liés entre eux devraient mesurer, surveiller et gérer les risques de crédit et de liquidité découlant des autres dépositaires centraux de titres. Tout crédit consenti entre eux devrait être entièrement couvert par des garanties de grande qualité et être plafonné.*
- 4. Les transferts provisoires de titres entre les dépositaires centraux de titres liés entre eux devraient être interdits ou, à tout le moins, le retransfert de titres transférés provisoirement devrait être interdit jusqu'au transfert définitif.*
- 5. Le dépositaire central de titres investisseur ne devrait établir de lien avec un dépositaire central de titres émetteur que si l'entente conclue entre eux prévoit un degré élevé de protection des droits des participants au dépositaire investisseur.*
- 6. Le dépositaire central de titres investisseur qui a recours à un intermédiaire pour exploiter un lien avec un dépositaire central de titres émetteur devrait mesurer, surveiller et gérer les risques supplémentaires (notamment les risques de garde, de crédit, juridique et opérationnel) découlant de cet intermédiaire.*
- 7. Avant de créer un lien avec une autre contrepartie centrale, la contrepartie centrale devrait relever et gérer les risques de contagion potentiels d'une défaillance de la contrepartie centrale à laquelle elle est liée. Si un lien relie trois contreparties centrales*

ou plus, chacune d'entre elles devrait relever, évaluer et gérer les risques que ce dispositif pose.

8. *Chaque contrepartie centrale qui est partie à une convention créant un lien devrait être en mesure de couvrir complètement, et au moins quotidiennement, ses expositions courantes et ses expositions potentielles futures à la contrepartie centrale avec laquelle elle est liée ainsi qu'à ses participants, s'il y a lieu, avec un haut degré de confiance, sans nuire à sa capacité de remplir ses obligations envers ses propres participants à quelque moment que ce soit.*
9. *Le référentiel central de données devrait évaluer attentivement les risques opérationnels supplémentaires découlant de ses liens afin de garantir l'extensibilité et la fiabilité des ressources en technologie de l'information et des ressources connexes.*

Principe 21 : Efficience et efficacité

Une infrastructure du marché financier devrait répondre de façon efficiente et efficace aux besoins de ses participants et des marchés qu'elle dessert.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait être conçue pour remplir les besoins de ses participants et des marchés qu'elle dessert, notamment en ce qui concerne le choix du mécanisme de compensation et de règlement, la structure opérationnelle, le nombre de produits compensés, réglés ou enregistrés, et l'utilisation de la technologie et des procédures.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait avoir des objectifs clairement définis qui soient mesurables et réalisables, notamment en ce qui concerne ses niveaux de service minimaux, ses attentes en matière de gestion du risque et ses priorités commerciales.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait instaurer des mécanismes d'examen régulier de son efficience et de son efficacité.*

Principe 22 : Procédures et normes de communication

Une infrastructure du marché financier devrait suivre ou au moins avoir la capacité de suivre les procédures et les normes de communication internationalement reconnues pertinentes en vue de favoriser l'efficacité des paiements, des compensations, des règlements et des enregistrements.

Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait suivre ou au moins avoir la capacité de suivre les procédures et les normes de communication internationalement acceptées.*

Principe 23 : Communication des règles et des procédures clés, et données de marché

Une infrastructure du marché financier devrait disposer de règles et de procédures claires et complètes et fournir aux participants suffisamment d'information pour leur permettre de bien comprendre les risques, les frais et les autres coûts importants auxquels ils s'exposent en l'utilisant. Toutes les règles pertinentes et toutes les procédures clés devraient être rendues publiques.

Aspects clés

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait adopter des règles et procédures claires et complètes et les communiquer intégralement aux participants. Les règles pertinentes et des procédures clés devraient aussi être rendues publiques.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait diffuser des descriptions claires du modèle et du fonctionnement du système, ainsi que de ses droits et obligations et de ceux de ses participants, de façon à ce que ces derniers puissent évaluer les risques auxquels ils s'exposent en participant à l'infrastructure du marché financier.*
- 3. L'infrastructure du marché financier devrait fournir aux participants la documentation et la formation nécessaires et appropriées pour qu'ils comprennent ses règles et procédures ainsi que les risques auxquels ils s'exposent.*
- 4. L'infrastructure du marché financier devrait rendre publique sa tarification au niveau des services individuels offerts ainsi que ses politiques en matière de rabais. Elle devrait fournir des descriptions claires des services tarifés aux fins de comparaison.*
- 5. L'infrastructure du marché financier devrait produire régulièrement des réponses au Disclosure framework for financial market infrastructures du CSPR-OICV et les rendre publiques. Elle devrait également rendre publiques au moins des données de base sur les volumes et les valeurs des opérations.*