



Commentaires du Mouvement
des caisses Desjardins
relatifs à la consultation 91-406
*Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré
par contrepartie centrale*

présentés au
Comité des Autorités canadiennes
en valeurs mobilières sur les dérivés

Septembre 2012

Introduction

Avec un actif global de 196,4 milliards de dollars, le Mouvement des caisses Desjardins « MCD » est le premier groupe financier coopératif au Canada et la 16^e institution financière la plus sécuritaire au monde en 2012 selon le magazine Global Finance. S'appuyant sur la force de son réseau de caisses au Québec et en Ontario, ainsi que sur l'apport de ses filiales dont plusieurs sont actives à l'échelle canadienne, il offre toute la gamme des produits et services financiers à ses 5,6 millions de membres et clients. Le MCD, c'est aussi le regroupement d'expertises en Gestion du patrimoine et en Assurances de personnes, en Assurances de dommages, en Service aux particuliers ainsi qu'en Service aux entreprises. L'un des plus importants employeurs au pays et classé parmi les 100 meilleurs employeurs au Canada en 2012^{MC}, il mise sur les compétences de ses 46 000 employés et l'engagement de ses 5 400 dirigeants élus. Le MCD offre un programme en éducation financière et coopération à l'intention de ses membres et du grand public.

Le MCD remercie le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés (Comité) de lui donner l'occasion de répondre aux questions soulevées dans le *Document de consultation 91-406 sur les Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale* suite aux propositions de réglementation des dérivés de gré à gré.

QUESTIONS ET RÉPONSES

Dérivés soumis à l'obligation de compensation

Q1 : 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?

Q2 : 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?

R. (Les réponses aux questions 1 et 2 ont été combinées)

Pour les fins de cette réponse, le MCD n'a pas tenu compte de la capacité des contreparties centrales à compenser les types d'instruments dérivés suivants :

- a) Dérivés de taux d'intérêt
- b) Dérivés de devise
- c) Dérivés de crédit
- d) Dérivés de gré à gré sur actions ou indices boursiers et sur les produits de base

a) Dérivés de taux d'intérêt

Le MCD est d'avis que les instruments dérivés de taux d'intérêt tel que les swaps vanilles, « Overnight Index Swaps » (OIS), swaps de base et contrats de garantie de taux d'intérêt (Forward Rate Agreement (FRA)) portant sur une seule devise devraient être admissibles à la compensation par contrepartie centrale. En effet, ces produits peuvent être facilement normalisés car ils reposent sur des documents juridiques normalisés, largement acceptés, et utilisés qui se prêtent au traitement direct. Également, ce sont des produits liquides offrant une disponibilité de données sur les prix et dont une contrepartie centrale est en mesure de gérer le risque et les volumes transigés. Il est à noter que la « Commodity Futures Trading Commission » (CFTC) aux États-Unis a désigné les swaps de taux d'intérêt libellés en dollars américains, euro, livre sterling et yen japonais pour la compensation.

Toutefois, certaines catégories de dérivés de taux d'intérêt ne devraient pas être admissibles à la compensation centrale :

- Les swaps de devises (Cross currency swap (CCS)) posent un problème de livraison, car on échange des taux d'intérêt et notionnels libellés dans deux devises différentes, ce qui rend la normalisation et le traitement direct difficiles. Aussi, la livraison des devises amène des risques supplémentaires (ex : opérationnel et de marché) qui ne sont pas désirables pour la chambre de compensation.
- Les swaps amortis, par leurs caractéristiques très spécifiques, ne peuvent être normalisés et ne se portent pas au traitement direct.

b) Dérivés de devise

Le MCD est d'avis que les options standards (vanille) sur devises ainsi que les « Non-Deliverable Forwards » (NDF) devraient être admissibles à la compensation par contrepartie centrale. En effet, ces produits peuvent être potentiellement normalisés car ils reposent sur des documents juridiques standardisés et largement acceptés et utilisés et ils se prêtent au traitement direct. Également, ce sont en général des produits liquides offrant une disponibilité de données sur les prix et dont une contrepartie centrale est en mesure de gérer le risque et les volumes transigés. Il faut toutefois mentionner que certaines paires de devises ne rencontrent pas les critères de liquidité et de transparence de prix nécessaires pour être admissibles à la compensation centrale.

Certaines catégories de dérivés de devises ne devraient pas être admissibles à la compensation centrale :

- Les contrats de change à terme (Forwards) et swap de change (FX swaps) posent un problème de livraison, car on échange des montants libellés dans deux devises différentes, ce qui rend la normalisation et le traitement direct difficiles. Aussi, la livraison des devises amène des risques supplémentaires (ex : opérationnel et de marché) qui ne sont pas désirables pour la chambre de compensation. Finalement, mentionnons que ces produits, par leur échéance de courte durée, ne posent pas un risque systémique élevé pour justifier les coûts associés à la mise en place de la compensation centrale. Notons que cette opinion va de pair avec les règles proposées par la CFTC où le secrétaire du Trésor américain propose d'exclure ces produits des exigences de la loi Dodd-Frank.
- Les options exotiques sur devises (par exemple les options asiatiques, options à barrières, etc.), par leurs caractéristiques très spécifiques, ne peuvent être normalisées rapidement. Aussi, elles ne rencontrent pas les critères de liquidité et de transparence de prix nécessaires pour être admissibles à la compensation centrale.

c) Dérivés de crédit

Le MCD est d'avis que les dérivés de crédit au Canada ne devraient pas être admissibles à la compensation par contrepartie centrale. L'opinion du MCD porte uniquement sur les swaps sur défaillance (Credit Default Swaps (CDS)) canadiens. À l'international, ces produits sont plus liquides, leurs prix sont établis de façon relativement transparente, et pourraient potentiellement être normalisés. Cependant au Canada, la liquidité est inexistante et les données de prix indisponibles étant donné l'absence de transactions. Aux États-Unis, les CDS sont désignés pour la compensation.

d) Dérivés sur actions ou indices boursiers et sur les produits de base

Le MCD est d'avis que les dérivés sur actions ou indices boursiers et sur les produits de base au Canada ne devraient pas être admissibles à la compensation par contrepartie centrale. L'opinion du MCD porte uniquement sur ces produits libellés en dollars canadiens. À l'international, ces produits sont liquides, l'établissement du prix est relativement transparent, ils peuvent être potentiellement normalisés. Cependant au Canada, la liquidité est faible et les données de prix peu transparentes.

Q3 : 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?

R. Les organismes de réglementation qui souhaitent avoir un marché des produits dérivés plus sécuritaire par la compensation des opérations de produits dérivés risquent d'entraîner une augmentation des coûts très importants associés à la compensation et à la déclaration des opérations de produits dérivés pour les institutions financières et les utilisateurs de produits dérivés. Les investisseurs institutionnels et les régimes de retraite pourraient simplifier leur appariement en recourant aux marchés à terme afin d'éviter ces nouveaux frais.

Le MCD est d'accord avec la proposition du Comité que les participants soient tenus d'obliger de compenser seulement les nouvelles opérations sur dérivés de gré à gré qui sont jugées assujetties à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, afin de faciliter la mise en place de la compensation. Par ailleurs, cette décision nécessitera le maintien de deux processus, soit la compensation via la chambre de compensation et une gestion de collatéral entre les contreparties, qui pourrait entraîner des impacts sur les coûts et des risques opérationnels importants pour les participants. Ces derniers devront renforcer leurs contrôles et ajuster leurs systèmes afin de maintenir les deux méthodes et en faire le suivi adéquatement.

En plus des coûts directs associés à la compensation et à la déclaration des opérations et des coûts indirects associés à la mise en place de l'infrastructure nécessaire à la compensation des opérations de produits dérivés, le MCD est d'avis que le coût indirect à la compensation des opérations de produits dérivés est le financement des liquidités requises associées au dépôt de la marge initiale. Il semble que certaines transactions de dérivés hors des critères spécifiques pourraient demander des marges minimales ce qui pourrait également augmenter les coûts pour la compensation. Il est à noter que le dépôt de marge initiale pourrait être applicable pour les produits dérivés de gré à gré non-compensés selon une consultation du Comité de Bâle.

De plus, la compensation des opérations de produits dérivés pourrait engendrer des coûts supplémentaires afin de poursuivre l'application de la comptabilité de couverture. En effet, les normes comptables actuelles et en projet exigent un niveau de détails plus important pour les informations à divulguer. La chambre de compensation ou le courtier membre compensateur pourrait augmenter les coûts pour la divulgation d'information pour être conforme aux nouvelles normes comptables. De plus, des coûts additionnels associés à la vérification des états financiers des participants pourraient s'avérer plus élevés. Par ailleurs, le projet de chambre de compensation pourrait permettre la compensation des produits dérivés compensés au bilan et ainsi permettre une économie potentielle au niveau du ratio de capital requis par les institutions financières.

Délais de compensation

Q4 : 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?

- R. Le MCD est d'accord avec la recommandation du comité indiquant que les contreparties canadiennes devraient être tenues de transmettre leurs opérations assujetties à l'obligation de compensation dès que possible et au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution.

Le MCD est d'avis qu'il est nécessaire de fixer une heure limite aux contreparties canadiennes pour qu'elles transmettent leurs opérations, afin que la contrepartie centrale s'engage à confirmer, dans un délai prescrit, l'acceptation ou le refus de toutes les opérations transmises. Le MCD est d'avis que la contrepartie centrale devrait accepter ou refuser une transaction le jour même où celle-ci est transmise. Advenant un délai significatif dans la transmission de ladite transaction qui ferait en sorte de reporter la transaction d'une journée et plus, le participant s'exposerait davantage à un risque lié au dépôt de la marge initiale.

Dispenses de la compensation par contrepartie centrale

Q5 : 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.

- R. Le MCD est d'avis que les organismes de réglementation ne devraient pas exempter de façon générale les transactions intragroupe de la compensation et de la divulgation obligatoire. Une dispense générale pourrait résulter, dans certains cas, par une augmentation du risque pour le marché ou les tiers.

Toutefois, nous croyons que des dispenses particulières à la compensation et à la divulgation obligatoire des transactions intragroupe sont nécessaires, selon des critères précis.

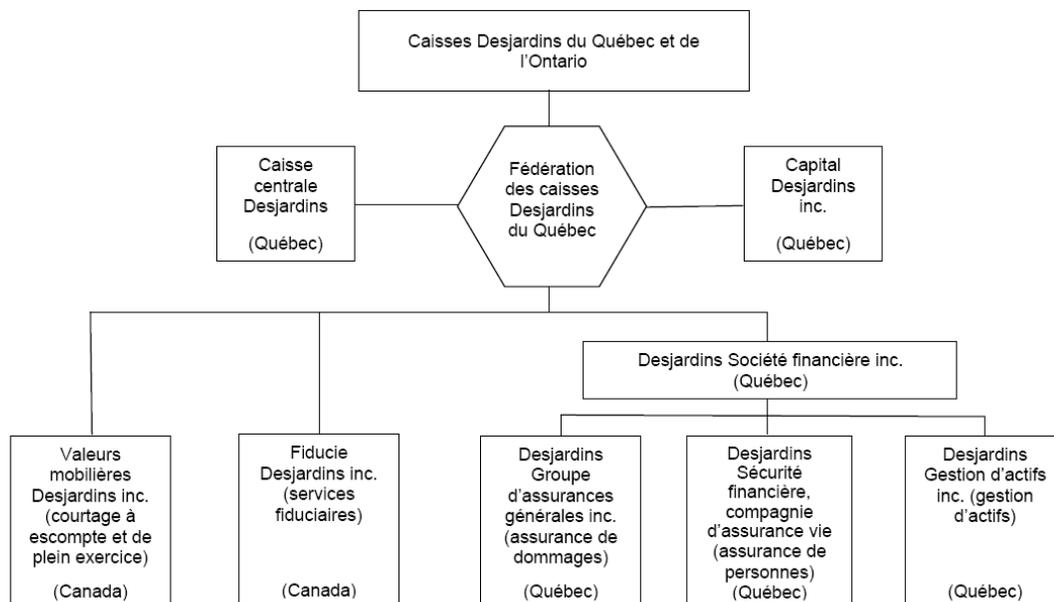
- a) Lorsque l'opération intervient entre deux entités liées qui ont accès aux mêmes capitaux fournis par l'une d'elles ou le groupe.
- b) Lorsqu'une entité légale spécifique du groupe a été mandatée pour interagir avec les contreparties externes pour des fins d'appariement et que les contrats de l'« International Swaps and Derivatives Association » (ISDA) sont uniquement entre cette entité spécifique et les contreparties externes.
- c) Lorsque les obligations découlant des transactions effectuées entre ces entités liées sont ultimement assumées par le groupe.

Lorsque les trois critères ci-dessus sont respectés, le MCD croit que la dispense devient primordiale pour les transactions intragroupe alors que les transactions avec les contreparties externes ne devraient pas être dispensées. Le MCD croit que de ne pas permettre de dispense pour les transactions intragroupe dans ce cas résulterait, comme l'ISDA a proposé dans son mémoire à la CFTC (décembre 2010), en une augmentation des exigences de marge qui pourrait donner lieu à la surutilisation des liquidités du groupe.

Le MCD croit rencontrer, comme groupe, les trois critères de dispense ci-dessus dans le cas de ses transactions entre le réseau des caisses et la Caisse centrale Desjardins (CCD). Voir dans l'encadré ci-dessous un sommaire du rôle que la CCD joue à titre de trésorier et d'agent opérationnel sur les produits dérivés pour le réseau des caisses.

Le MCD regroupe, entre autres 397 caisses, dont 377 caisses au Québec et 20 en Ontario. Les caisses sont des coopératives de services financiers régies par la loi constitutive et regroupées en tant que membres de la Fédération des caisses Desjardins du Québec (Fédération).

L'organigramme qui suit présente de façon simplifiée la structure juridique du MCD et les liens entre la Fédération et ses principales filiales, directes ou indirectes, lesquelles sont toutes détenues en propriété exclusive, et leur territoire de constitution dans chaque cas.



Fondée en 1981, la CCD est aujourd'hui détenue à 93,5 % par la Fédération; (la Fédération des caisses de l'Ontario (FCPO) et la Fédération des caisses de l'Acadie (FCPA) et du Manitoba (FCPM) se partagent une participation restante de 6,5 % dans la CCD). Par l'entremise de la CCD, la Fédération joue un rôle de trésorier, permettant ainsi aux caisses d'emprunter ou de prêter des liquidités. À cet effet, la gestion de l'appariement des échéances de l'actif et du passif des caisses est effectuée par l'entremise de la CCD. En raison de l'autonomie juridique de chacune des 377 caisses du Québec, des transactions de swaps de taux d'intérêt miroirs sont effectuées individuellement dans le cadre des activités de couverture contre le risque de taux d'intérêt.

Reconnaissance des contreparties centrales

Q6 : Est-il approprié que les participants au marché canadien puissent s'exprimer sur les décisions opérationnelles des contreparties centrales exerçant des activités au Canada?

- R. Le MCD est d'avis qu'il est souhaitable que les participants au marché canadien puissent s'exprimer sur les décisions opérationnelles des contreparties centrales exerçant des activités au Canada. La formation de comités consultatifs basée, par exemple, par région reconnue où la contrepartie centrale exerce ses activités semble être une bonne approche pour tenir compte des éléments opérationnels spécifiques à certains utilisateurs. Malgré que la taille du marché des produits dérivés de gré à gré au Canada soit relativement faible par rapport au volume mondial, le MCD croit qu'il est important que les participants canadiens puissent faire part des enjeux qui les concernent afin que les règles soient adaptées et tiennent compte de la réalité canadienne.

Q7 : 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?

R. Le MCD est d'avis que les règles de gouvernance proposées pour les contreparties centrales sont adéquates. Le MCD croit qu'il est important de mettre l'emphase sur l'indépendance des membres du conseil d'administration avec les institutions financières ainsi que les règles de protection des intérêts des utilisateurs des différents territoires.

Accès des participants

Q8 : 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?

R. Le MCD est d'avis que les conditions permettant l'accès aux contreparties centrales sont importantes pour les utilisateurs des produits dérivés de gré à gré. Ces règles devraient être équitables et ne pas restreindre l'accès des utilisateurs des produits dérivés de gré à gré à devenir membres compensateurs.

Communication de l'information

Q9 : Le Comité souhaite recueillir des commentaires sur le type d'information qu'une contrepartie centrale devrait fournir et rendre publique.

R. Le MCD est d'avis que les contreparties centrales devraient fournir aux autorités réglementaires toute l'information nécessaire à la surveillance et à la gouvernance. Cette information doit au moins inclure les détails sur les opérations, les exigences de marge, les contributions au fonds de garantie, les états financiers et les ressources financières qui sont nécessaires dans les situations de tension du marché.

Le MCD est d'avis que les participants et le public en général devraient avoir une information seulement de type agrégé et ne détaillant pas individuellement les contreparties de la chambre de compensation. Les chambres de compensation devraient ainsi regrouper l'information par types de participants et par catégories de produits car cela permettrait aux participants et au public d'avoir accès aux montants globaux d'exposition pour les différentes catégories de produits dérivés. Le MCD est d'avis que les chambres de compensation ne devraient pas publier des données sur les niveaux transigés, car ce type d'information est très sensible et pourrait porter préjudice à certains participants. De plus, le MCD est d'avis que les chambres de compensation et les courtiers compensateurs devraient publier les niveaux de protection qu'elles offrent à leurs membres ainsi que les différents frais pour les participants. Enfin, les méthodes d'évaluation utilisées ainsi que les sources de données de marché devraient être disponibles pour les participants ainsi que pour le public en général.

Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire

Q10 : 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?

R. Le MCD est d'avis que les recommandations du Comité sont appropriées et que des efforts devraient effectivement être faits vers une harmonisation de la réglementation au niveau international. Le MCD note cependant que des spécificités existent pour le Canada, tel que mentionné à la réponse des questions 1 et 2 en ce qui a trait aux dérivés de crédit et aux dérivés sur marchés boursiers et produits de base.

Q11 : Quels changements faudrait-il apporter au cadre réglementaire actuel en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale?

R. Suivant la tendance de globalisation des lois et règlements des produits dérivés de gré à gré, le MCD est d'avis que les autorités réglementaires canadiennes devraient harmoniser les nouvelles règles à adopter afin de créer un cadre réglementaire cohérent, établissant un environnement équitable à l'échelle internationale. De plus, les autorités réglementaires devraient coordonner leurs efforts afin d'éviter tout dédoublement des obligations ou exigences contradictoires pour les utilisateurs de produits dérivés. Le MCD est d'avis que l'infrastructure de contrepartie centrale privilégiée devra inclure une procédure de reconnaissance et de contrôle pour chacune des autorités réglementaires des territoires représentés au sein des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM).

Q12 : 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?

R. Le MCD est d'avis que le droit canadien devrait être modifié pour rendre la compensation des dérivés de gré à gré plus efficiente. Compte tenu de l'importance du rôle des contreparties centrales, il est primordial d'instaurer une législation dans le but d'exercer une surveillance adéquate de ces entités, qu'elles soient canadiennes ou étrangères. Le MCD est d'accord avec la plupart des propositions avancées par le Comité en ce qui a trait à la réglementation des contreparties centrales, mais considère également qu'il est primordial d'apporter des changements aux régimes juridiques des sûretés au Canada. À l'heure actuelle, la prise en garantie en espèces de contreparties canadiennes constitue un enjeu car des mesures de publication ou d'inscription sont nécessaires afin de s'assurer du premier rang des sûretés en espèces. Or, dans la pratique du marché des dérivés, il est assez rare que les contreparties fassent ces démarches afin de parfaire leur sûreté en espèces. Le fait de ne pas pouvoir assurer un premier rang sur une sûreté en espèces fournie par une contrepartie canadienne sans l'accomplissement de ces formalités peut constituer un risque de crédit additionnel pour le receveur de collatéral. Ce faisant, le MCD craint qu'une fois la compensation rendue obligatoire, ce risque se traduise pour les participants canadiens qui doivent passer par les chambres de compensation ou les courtiers membres compensateurs par, soit un refus d'accepter du collatéral en espèces ou encore, par une sous-évaluation du collatéral en espèces fourni. Le MCD recommande ainsi que la législation soit modifiée afin de rendre les garanties en espèces similaires, comme c'est le cas aux États-Unis.