



John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20, rue Queen Ouest
Bureau 1900, B.P. 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

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

Le 19 mars 2014

Objet : Avis 91-304 du personnel des ACVM, *Modèle de règlement provincial – Produits dérivés : Compensation et protection des sûretés et des positions des clients (le « Règlement »)*¹

INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien (Canadian Market Infrastructure Committee) (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le projet de modèle de règlement provincial sur la compensation et la protection des sûretés et des positions des clients daté du 16 janvier 2014 du Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés de gré à gré (le « comité »).

Le CMIC a été créé en 2010, en réponse à une demande des pouvoirs publics, pour représenter les points de vue consolidés de certains participants au marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC est composé des membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la succursale canadienne de Deutsche Bank A.G., Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque HSBC Canada, la succursale de Toronto de JPMorgan Chase Bank, N.A., Société Financière Manuvie, la Banque Nationale du Canada, OMERS Administration Corporation, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse, la Fédération des Caisses Desjardins du Québec et La Banque Toronto-Dominion.

Le CMIC apporte une voix unique dans le dialogue concernant le cadre approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. La composition du CMIC a été volontairement établie pour présenter les points de vue aussi bien du côté « achat » que du côté « vente » du marché canadien des dérivés de gré à gré, y compris les banques nationales et étrangères actives au Canada. À l'instar de tous ses mémoires, la présente lettre se veut l'opinion générale de tous les membres du CMIC quant au cadre

¹ Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis 91-304 du personnel des ACVM, Modèle de règlement provincial – Produits dérivés : Compensation et protection des sûretés et des positions des clients (16 janvier 2014)*. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/mars-2014/2014jan16-91-304-cons-publ-fr.pdf>.

approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. Toutefois, chaque membre (ou groupe de membres) du CMIC peut soumettre d'autres observations et préoccupations concernant le Règlement dans des mémoires distincts.

Les dérivés de gré à gré constituent une importante catégorie de produits utilisés tant par les intermédiaires financiers que par les utilisateurs finaux commerciaux pour gérer le risque et l'exposition au risque. La surveillance du risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré représente une composante essentielle de la croissance et de la stabilité financières à long terme des marchés financiers canadiens et de leurs participants.

Le CMIC salue l'approche consultative que les ACVM ont retenue pour examiner le projet de réglementation sur la compensation et la protection des sûretés et des positions des clients. Le CMIC estime que cette approche posera les fondations pour l'élaboration d'une structure réglementaire canadienne² qui honorera les engagements que le Canada a pris dans le cadre du G20, compte dûment tenu des inquiétudes relatives au risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré.

APERÇU

Comme nous l'avons mentionné dans nos mémoires sur les précédents documents de consultation des ACVM³, le CMIC souscrit au principe de l'harmonisation des règles canadiennes sur les produits dérivés de gré à gré aux règles mondiales et encourage les ACVM à continuer de travailler en étroite collaboration avec les organismes de réglementation analogues mondiaux et autres organismes internationaux à l'objectif commun de respecter les engagements du G20. Un régime canadien qui ne serait pas harmonisé aux normes mondiales constituerait un énorme désavantage sur le plan concurrentiel pour les participants canadiens. Des règles sur la protection des sûretés des clients sont par exemple déjà en vigueur aux États-Unis. Si les règles canadiennes se révélaient plus restrictives que les règles américaines, il pourrait être impossible, notamment d'un point de vue économique, pour des membres compensateurs, des intermédiaires compensateurs et des agences de compensation de produits dérivés (les « contreparties centrales » ou « CPC ») d'offrir des services de compensation à des participants au marché assujettis à la règle canadienne. Nous continuons en outre d'insister sur l'importance d'une coordination et d'une collaboration entre les organismes de réglementation fédéraux, provinciaux et territoriaux de manière à ce que chaque palier de gouvernement puisse exercer de manière efficace et harmonisée ses compétences respectives en matière de dérivés de gré à gré.

Comme nous l'avons indiqué dans notre lettre de réponse sur la compensation par contrepartie centrale,⁴ le CMIC appuie la séparation des sûretés des clients à chacun des niveaux de la compensation par contrepartie centrale, c'est-à-dire au niveau de la CPC, au niveau du membre compensateur et au niveau de l'intermédiaire compensateur, comme une caractéristique essentielle de la compensation de produits dérivés

² Les renvois à la « réglementation » ou aux « organismes de réglementation » dans le présent document seront réputés inclure les organismes de réglementation prudentiels, du marché et du risque systémique.

³ Réponse du CMIC datée du 9 septembre 2011 au document de consultation sur les référentiels centraux de données. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-402/Comite_infrastructure_91-402.pdf.

Réponse du CMIC datée du 25 janvier 2012 au document de consultation sur la surveillance et l'application de la loi.

Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-403/91-403_comite-infrastructure-marche-canadien.pdf.

Réponse du CMIC datée du 10 avril 2012 au document de consultation sur la séparation et la transférabilité. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404/cmhc/91-404_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 15 juin 2012 au document de consultation sur les dispenses pour les utilisateurs finaux.

Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 21 septembre 2012 au document de consultation sur la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/91-406/91-406-cmic-fr.pdf>.

Réponse du CMIC datée du 4 février 2013 aux modèles de règles (les « modèles de règles initiaux ») sur la détermination des produits dérivés (le « modèle de règle sur le champ d'application initial ») et au modèle de règle sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés (le « modèle de règle sur les répertoires des opérations initial »). Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/91-301/CMIC_91-301_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 17 juin 2013 au document de consultation sur l'inscription des participants au marché des dérivés.

Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/juin2013/comite-infrastructure-du-marche-canadien-91-407-fran.pdf>.

⁴ Idem.

de gré à gré. Nous nous réjouissons que le règlement avalise ce degré de séparation. Cependant, des règles exhaustives en matière de séparation sans cadre législatif approprié ne seront pas nécessairement efficaces pour la compensation par contrepartie centrale des opérations sur dérivés de gré à gré des participants au marché canadien. Comme nous l'avons indiqué dans notre lettre de réponse à l'avis 91-303⁵ du personnel des ACVM (soumise aujourd'hui en même temps que la présente lettre de réponse) (la « lettre de réponse sur la compensation obligatoire »), le CMIC recommande certaines modifications législatives pour la compensation par contrepartie centrale efficace des dérivés de gré à gré, notamment la compensation de clients.

MODÈLE DE RÈGLE – DISCUSSION

Définition de marge initiale

Au sens du règlement, « marge initiale » ne s'entend que de la sûreté exigée par une CPC pour couvrir l'exposition potentielle future, sur une période de liquidation appropriée en cas de défaillance. La définition ne comprend toutefois pas quelque marge additionnelle exigée aux termes des règles des CPC pour gérer les risques de crédit auxquels les exposent leurs participants (sauf le risque résultant des variations des prix du marché qui est visé par la définition de « marge de variation »), comme les multiplicateurs du risque de liquidité. Le CMIC recommande de modifier la définition de « marge initiale » en conséquence.

Utilisation des sûretés de client

Le règlement interdit à un intermédiaire compensateur, à un membre compensateur ou à une CPC d'utiliser les sûretés de client d'un client aux fins i) de couvrir, de garantir, de régler ou d'ajuster les produits dérivés compensés d'une autre personne physique ou morale que ce client ou ii) de garantir ou de consentir du crédit à une autre personne ou compagnie que ce client.

Le règlement interdit en outre à un intermédiaire compensateur, à un membre compensateur ou à une CPC de grever d'un privilège ou d'une créance les positions d'un client ou les sûretés de client, sauf s'il s'agit d'une créance résultant d'un produit dérivé compensé dans le compte du client en faveur soit du client lui-même, soit du membre compensateur, de l'intermédiaire compensateur ou de la CPC qui a effectué la compensation des produits dérivés compensés du client.

Ces interdictions limitent la possibilité pour un intermédiaire compensateur ou un membre compensateur i) de réutiliser une marge excédentaire qu'il détient et ii) d'offrir des services de transformation des sûretés à ses clients. De l'avis du CMIC, le règlement et les indications interprétatives devraient permettre expressément la réutilisation d'une marge excédentaire (dans la mesure où elle est détenue par un membre compensateur ou un intermédiaire compensateur) dont pourront convenir le membre compensateur ou l'intermédiaire compensateur et le client. Bien que le CMIC convienne en général que le client peut, dans certaines circonstances, être dans une position sensiblement meilleure que si la marge excédentaire était détenue par une CPC (voir notre réponse ci-après à la première question du comité), le CMIC est d'avis que, conformément au contrat entre un client et l'intermédiaire compensateur ou entre le client et le membre compensateur, les participants au marché devraient avoir le droit de disposer de la sûreté excédentaire comme ils le jugent approprié et sans restrictions.

Le règlement et les indications interprétatives devraient en outre permettre expressément à un intermédiaire compensateur ou à un membre compensateur d'offrir des services de transformation des sûretés aux clients. La possibilité de transformer ou de convertir un type de sûreté en une forme de sûreté que les CPC jugent acceptable est cruciale pour les participants au marché canadien. Pour un plus petit marché comme le Canada, il est particulièrement important pour maintenir une certaine marge de manœuvre de permettre la transformation des sûretés. Les CPC sur les marchés internationaux pourraient par exemple refuser des titres libellés en dollars canadiens dans lesquels les participants au marché canadien investissent en général, comme les titres obligataires des gouvernements provinciaux ou les titres hypothécaires LNH. La transformation des sûretés permettra aux participants au marché canadien de respecter les exigences de

⁵ Autorités canadiennes en valeurs mobilières, *Avis 91-303 du personnel des ACVM*, Projet de modèle de règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale (19 décembre 2013). Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/mars-2014/2013dec19 - 91-303-cons-publ-fr.pdf>.

sûreté des CPC sans avoir à liquider des biens. Toutefois, au sens de la définition de « sûreté de client » du règlement, tant la sûreté initiale qu'un membre compensateur reçoit d'un client que la sûreté transformée que la CPC reçoit du membre compensateur constitueraient une « sûreté de client » aux termes du règlement. Ainsi, le membre compensateur serait tenu de séparer cette sûreté et ne pourrait pas la réutiliser. Une telle position serait non rentable pour le membre compensateur (et, à terme, pour le client). Au lieu d'utiliser les services de transformation que pourrait lui offrir son membre compensateur, un client pourrait conclure une convention de rachat avec un tiers dans le but de transformer la sûreté non admissible en espèces et de remettre ces espèces au membre compensateur. Cette opération de rachat ne serait pas assujettie au règlement. De l'avis du CMIC, une telle distinction est inappropriée. À ce sujet, le CMIC est plutôt en faveur de la liberté contractuelle entre un membre compensateur (ou un intermédiaire compensateur, selon le cas) et un client que d'une réglementation restrictive. Un membre compensateur devrait pouvoir offrir le service de transformation au même titre que des tiers et avoir la possibilité, comme pourront en convenir le membre compensateur et son client, de réutiliser la sûreté qu'il a reçue de ce client.

Détention des sûretés de client

Aux termes du règlement, un intermédiaire compensateur, un membre compensateur ou une CPC doit « détenir » les sûretés de client directement ou dans un ou plusieurs comptes de clients ouverts auprès d'un dépositaire autorisé. Au sens du règlement, un dépositaire autorisé s'entend a) d'une banque, b) d'une société de fiducie fédérale, c) d'une société de prêt ou de fiducie provinciale, d) d'une coopérative de services financiers, e) d'une agence de compensation reconnue ou dispensée de l'obligation de reconnaissance et f) d'une entité étrangère qui exerce une activité similaire à celle d'une entité visée aux alinéas a), b) ou c) et qui est réglementée dans son territoire d'origine d'une manière similaire à une telle entité.

Le CMIC soutient qu'il est essentiel que la définition de « dépositaire autorisé » vise toutes les entités par l'intermédiaire desquelles une sûreté est actuellement détenue par des CPC internationales comme le Chicago Mercantile Exchange Inc. (CME) ou la LCH Clearnet Limited (LCH), en plus des CPC canadiennes comme la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CCCPD). Cette définition devrait en outre être suffisamment large pour viser tous les intermédiaires en valeurs mobilières potentiels dans le système de participation indirecte⁶ applicable à une telle sûreté. À cet égard, le CMIC soumet les observations suivantes :

- i) la définition de « dépositaire autorisé » ne vise pas les courtiers en valeurs mobilières qui sont des filiales de banque, et devrait être révisée et viser ces entités; et
- ii) la définition de « dépositaire autorisé » ne vise pas certains intermédiaires en valeurs mobilières pour des types courants de sûretés de client, par exemple, elle ne vise pas une agence de compensation d'opérations sur titres à revenu fixe comme Euroclear (soit une agence de compensation analogue à CDS qui n'exerce pas l'activité d'agence de compensation d'opérations sur dérivés). La définition devrait être révisée et viser ces entités, sinon les types de sûretés qu'un client canadien peut donner en garantie seront encore plus limités.

De plus, aux termes de l'alinéa 4(3)c) du règlement, un intermédiaire compensateur, un membre compensateur ou une CPC qui détient des sûretés de client auprès d'un dépositaire autorisé doit veiller à ce que « le dépositaire autorisé traite tous les biens inscrits dans le compte de clients comme une sûreté de client ». L'alinéa 4(3)b) prévoit déjà que l'intermédiaire compensateur, le membre compensateur ou la CPC doit veiller à ce que le compte de client indique clairement le nom de chaque client ou par ailleurs montre que le compte de client est séparé pour un ou plusieurs clients. Ainsi, qu'entend-on exactement par veiller à ce que « le dépositaire autorisé traite tous les biens inscrits dans le compte de client comme une sûreté de client », le libellé même de cette disposition laissant entendre qu'il ne s'agit pas seulement de détention de la

⁶ Un système de participation indirecte est un système dans lequel des valeurs mobilières sont détenues par un intermédiaire en valeurs mobilières. Par exemple, un adhérent de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS) détient une participation indirecte dans des titres inscrits en compte et CDS est son intermédiaire en valeurs mobilières. Les courtiers en valeurs qui ont des comptes auprès d'un adhérent détiennent une participation indirecte par l'entremise de l'adhérent en tant qu'intermédiaire en valeurs mobilières, et le bien que les courtiers en valeurs détiennent est un droit de l'adhérent contre CDS. On peut le comparer à un système de participation directe dans lequel le détenteur d'un titre est la personne ayant des droits contre l'émetteur des titres. Par exemple, CDS détient directement un titre attesté par un certificat déposé auprès d'elle, ou un titre non attesté par un certificat immatriculé en son nom auprès de l'émetteur (ou de son agent des transferts). De même, l'actionnaire qui détient des certificats d'actions matériels d'une société fermée détient une participation directe, ou un certificat d'actions immatriculé au nom de l'actionnaire est une participation directe de cet actionnaire.

sûreté dans des comptes séparés désignés comme comptes de clients. Le sens de cette obligation additionnelle devrait être clarifié dans les indications interprétatives ou l'alinéa 4(3)c) devrait être supprimé du règlement.

Enfin, comme nous l'avons indiqué dans notre lettre de réponse sur la compensation par contrepartie centrale et dans notre lettre de réponse sur la compensation obligatoire, en vertu de la législation canadienne, des parties ne peuvent rendre opposable par « maîtrise » une sûreté grevant des espèces donnée par un participant au marché canadien. C'est pourquoi il est devenu pratique courante sur le marché pour les parties de recourir au mécanisme de transfert absolu et de droit de compensation pour rendre prioritaire une sûreté grevant des espèces. Si l'on a recours à ce mécanisme, afin d'éviter un reclassement, il est recommandé que la « partie garantie » traite les espèces comme un bien de la « partie garantie » et non pas comme un bien du « constituant du gage ».

Par conséquent, l'obligation aux termes du règlement voulant que toutes les sûretés de client soient détenues dans un compte séparé qui indique clairement le nom de chaque client ou par ailleurs que le bien dans le compte est une sûreté de client, peut compromettre le statut d'une opération de transfert absolu d'espèces dans ces circonstances. Le CMIC ne recommande pas d'exclure cette sûreté grevant des espèces des obligations prévues à l'article 4 du règlement. Nous ne faisons que rappeler l'importance d'apporter à la législation sur les sûretés mobilières les modifications proposées décrites dans notre lettre de réponse sur la compensation par contrepartie centrale. Sans ces modifications, certains courtiers en compensation pourraient hésiter à accepter comme clients des contreparties canadiennes ou pourraient exiger de ces clients une sûreté/hypothèque grevant leurs biens, ce qui entraînera d'importants problèmes opérationnels.

Maintien du solde des comptes de client par le membre compensateur

Aux termes de l'article 6 du règlement, les membres compensateurs doivent conserver « en tout temps » dans des comptes de client ouverts auprès de CPC des biens dont la valeur correspond au moins au montant total de la sûreté requise par la CPC pour les produits dérivés compensés des clients de chaque membre compensateur. L'article correspondant des indications interprétatives indique qu'en vertu de l'article 7 du règlement, afin d'éviter que le compte de client ne soit déficitaire, le membre compensateur peut y déposer ses propres fonds. Nous croyons savoir qu'afin d'éviter qu'un compte ne soit ainsi déficitaire, il est de pratique courante sur le marché que chaque agence de compensation de produits dérivés émettra un prélèvement automatique à ses membres compensateurs pour quelque sûreté de client dont la valeur est insuffisante au début de chaque jour et les biens seront déposés pour couvrir les comptes de client déficitaires. Il est donc possible qu'au cours d'une même journée, un compte de client soit déficitaire. Par conséquent, l'article 6 et les indications interprétatives devraient être révisés afin de préciser qu'une CPC peut faire des appels de marge une fois par jour et que les membres compensateurs ne seraient pas tenus de couvrir les insuffisances de marge plus d'une fois par jour.

Sûreté admissible

Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les CPC internationales peuvent décider de ne pas accepter des titres libellés en dollars canadiens dans lesquels des participants au marché canadien investissent en général, comme des titres obligataires de gouvernements provinciaux ou des titres hypothécaires LNH. Ou encore, si une telle sûreté est acceptée, des limites de concentration relativement faibles peuvent être imposées à chaque membre compensateur à l'égard de cette sûreté. Si des CPC décident de ne pas accepter en tant que sûreté admissible certains biens libellés en dollars canadiens, il pourrait devenir exagérément onéreux pour des participants au marché canadien de compenser leurs opérations sur dérivés de gré à gré. Les participants au marché canadien devront recourir plus souvent que leurs homologues d'autres territoires à des services de transformation coûteux offerts par des membres compensateurs ou être obligés de liquider des biens qui peuvent avoir été acquis à des fins de placement à moyen ou long terme. Ainsi, les participants au marché canadien auront un accès limité à des services de compensation ou, en raison des coûts élevés, les utilisateurs finaux canadiens devront revoir la manière dont ils gèrent le risque.

De plus, comme les CPC internationales calculent actuellement les obligations de marge initiale en fonction d'un portefeuille, l'obligation de marge initiale est généralement libellée en dollars américains, en livres sterling ou en euros. Dans ces situations, même un portefeuille se composant exclusivement d'opérations libellées en dollars canadiens pourrait entraîner une obligation de marge initiale dans une autre devise que le dollar canadien. Les participants au marché canadien seront ainsi exposés à un risque de change auquel ils

ne seraient par ailleurs pas exposés si les opérations sur dérivés n'étaient pas compensées par contrepartie centrale. Le CMIC soutient qu'une telle situation ne devrait pas exister. La compensation d'opérations sur dérivés de gré à gré par contrepartie centrale vise à réduire le risque systémique et à accroître la transparence, et non pas à augmenter les risques pour les contreparties. C'est pourquoi le CMIC est d'avis que les participants au marché canadien devraient avoir la faculté de choisir des obligations de marge initiale calculées en dollars canadiens.

Les ACVM seront chargées d'examiner les demandes de reconnaissance (ou de dispense de reconnaissance) des CPC en vertu de la législation provinciale applicable. Il s'agit d'une importante responsabilité. Le CMIC encourage fortement les ACVM et les CPC à travailler ensemble et à veiller à ce que : i) les CPC élargissent les types de sûretés acceptables et y incluent des biens canadiens de première qualité dans lesquels des participants au marché canadien investissent en général, comme des dollars canadiens, des obligations provinciales, des obligations classiques fédérales et provinciales canadiennes et des obligations à rendement réel canadiennes, ii) les limites de concentration imposées par les CPC à l'égard de ces biens ne soient pas indûment restrictives, iii) les participants au marché canadien aient la faculté de choisir des obligations de marge initiale évaluées et gérées en dollars canadiens et iv) les participants au marché canadien aient la faculté de livrer des biens libellés en dollars canadiens pour garantir des obligations en dollars canadiens dans le cadre d'opérations sur produits dérivés compensés. Avant d'inclure de telles obligations dans le règlement, les ACVM devraient s'assurer que les CPC sont en mesure de les respecter.

Communication de l'information

Harmonisation

Le CMIC salue l'approche du comité en matière de protection des sûretés et des positions de clients. Nous observons qu'elle s'inscrit en général dans l'esprit de Dodd-Frank qui correspond à notre objectif d'harmonisation mondiale. S'il existe des divergences par rapport à Dodd-Frank, notamment en ce qui a trait aux obligations d'information d'une agence de compensation, le CMIC recommande que le comité et les CPC mondiales travaillent ensemble à l'harmonisation de ces divergences, à moins que des raisons impérieuses ne justifient l'adoption d'une approche différente. Nous croyons savoir en outre que l'ESMA et la CFTC discutent actuellement de différentes obligations de séparation des sûretés aux termes de l'EMIR (p. ex., offrir aux clients un choix entre la séparation de comptes omnibus et individuels) et aux termes de Dodd Frank (séparation LSOC (legally segregated, operationally commingled)) et que des modifications pourraient être apportées dans un proche avenir en vue d'harmoniser les obligations de séparation des sûretés des deux régimes. Le CMIC recommande donc aux ACVM d'envisager de ne pas arrêter définitivement les règles canadiennes de séparation des sûretés de client jusqu'à ce que ces modifications soient apportées. Cette approche est nécessaire pour veiller à l'harmonisation des normes canadiennes aux exigences réglementaires internationales afin de ne pas imposer aux participants au marché canadien des services de compensation sensiblement plus onéreux et laborieux voire même inaccessibles.

Le CMIC est d'avis que si les normes canadiennes doivent être différentes de Dodd-Frank c'est au chapitre du type d'information que les membres compensateurs et intermédiaires compensateurs communiquent aux clients afin de leur permettre d'évaluer et de gérer convenablement le risque. Le paragraphe 28(5) prévoit le contenu du rapport quotidien qui doit être fourni aux clients. Le libellé est plutôt vague quant à l'application ou non de l'obligation d'information a) à chaque opération sur produits dérivés ou à un risque net global pour l'ensemble des opérations sur produits dérivés d'un client, et b) à chaque type de sûreté de client ou à la sûreté globalement quel qu'en soit le type. Le CMIC soutient que le règlement doit être plus précis à cet égard. Le CMIC soutient en outre que chaque client devrait avoir le droit de recevoir un rapport qui indique quels sont les biens, et la valeur de ces biens qu'une CPC a reçus à titre de sûreté pour l'opération de ce client. Comme nous l'avons indiqué ci-dessus, un membre compensateur peut exécuter des services de transformation et, par conséquent, le type et la valeur de la sûreté que le client a donnée au membre compensateur au titre de ses obligations de marge, peuvent être différents du type et de la valeur de la sûreté qu'un membre compensateur a donnée à une CPC à l'égard de ce client. À moins que le client ne reçoive un rapport indiquant précisément les types (y compris les échéances), et les valeurs correspondantes, de la sûreté donnée à une CPC pour ce client, le client ne peut modéliser convenablement son risque à l'égard de ses opérations sur produits dérivés compensés.

Comme pour les obligations aux termes de l'EMIR⁷, le CMIC soutient donc que l'alinéa 28(5)d) du règlement devrait être révisé et inclure le type de bien et sa valeur (en plus de la valeur de marché) de la sûreté de client qu'un membre compensateur dépose auprès d'une CPC pour le compte d'un client.

Observations sur la rédaction

Nous formulons les observations suivantes sur la rédaction des dispositions du chapitre 4 du règlement :

- Le paragraphe 25(1) énonce « préalablement par écrit l'information suivante », mais est muet quant au sens du terme « préalablement — est-ce avant la compensation de la première opération pour ce membre compensateur? Ou encore avant qu'une société ne devienne un membre compensateur?
- Le paragraphe 27(2) prévoit qu'une CPC doit confirmer que l'information qu'elle reçoit d'un membre compensateur est complète et a été reçue en temps utile. Le règlement n'indique pas toutefois à quel moment ni de quelle manière la CPC doit fournir cette confirmation.
- Le paragraphe 29(3) prévoit qu'une CPC, un membre compensateur et un intermédiaire compensateur qui investissent des sûretés de client doivent transmettre un rapport trimestriel à l'autorité en valeurs mobilières compétente. Le règlement n'indique toutefois pas de date limite pour la transmission de ce rapport trimestriel.

Annexe A1A : Déclaration des sûretés de client par le membre compensateur

Le CMIC demande des précisions quant au mode de calcul de la valeur de marché moyenne. Veuillez par exemple nous expliquer si l'on doit calculer la valeur moyenne en divisant la valeur totale à la fin de la période de référence (c.-à.-d. un mois civil) par le nombre réel de jours ouvrables dans un mois civil, ou si les membres compensateurs doivent utiliser une valeur de marché pondérée de la sûreté à la fin du vendredi aux fins du samedi et du dimanche et ensuite diviser la valeur totale à la fin de la période de référence par le nombre réel de jours civils dans le mois.

Réponses aux questions du comité

1. Devrait-on permettre aux membres compensateurs et intermédiaires compensateurs de détenir des sûretés de client excédentaires? Certaines autorités estiment que toutes les sûretés, y compris les sûretés excédentaires, devraient être remises directement à l'agence de compensation de produits dérivés et détenues par celle-ci.

Le CMIC croit savoir que, du point de vue du crédit et du droit canadien, le client pourrait tirer certains avantages de la détention des sûretés de client excédentaires par la CPC. Il existe une certaine incertitude quant à la manière dont pourrait être traitée une sûreté de client détenue au nom d'un membre compensateur ou d'un intermédiaire compensateur en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur ou d'un intermédiaire compensateur, même si cette sûreté de client est séparée conformément au règlement. C'est notamment le cas lorsque le membre compensateur transfère la sûreté dans un compte de client au nom du client (comme le prévoit le paragraphe 7(1) du règlement), mais devient failli avant que cette sûreté ne soit transférée à la CPC. Si c'était le cas, la sûreté de client pourrait être détenue dans le compte de client au nom du membre compensateur insolvable, de même que les biens dans lesquels ce membre compensateur détient un droit résiduel. Bien que les biens transférés dans un compte de client conformément au paragraphe 7(1) soient réputés constituer des sûretés de client en vertu du paragraphe 7(2), cette disposition déterminative sera peut-être inopérante en vertu de la législation fédérale sur l'insolvabilité. De même, si un membre compensateur ou un intermédiaire compensateur retire d'un compte de client des sûretés de client qu'il y a déposées (comme le prévoit le paragraphe 7(3) du règlement), mais devient failli avant que ces sûretés ne soient transférées à la CPC, les sûretés retirées peuvent être considérées

⁷ Article 39 du Règlement (UE) N° 648/2012 (4 juillet 2012). Disponible à l'adresse suivante : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:201:0001:0059:FR:PDF>. Voir aussi la réponse à l'alinéa 8(d) à la page 37 du document de l'European Securities and Markets Authority intitulé « Questions and Answers – Implementation of the Regulation (EU) No. 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR), ESMA/2014/164. Disponible à l'adresse suivante : http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-164_qa_vi_on_emir_implementation_-_11_february_14.pdf.

comme des biens du patrimoine du membre compensateur ou de l'intermédiaire compensateur insolvable.

Si tenu soit-il, ce risque doit néanmoins être analysé compte tenu de la législation sur la faillite qui s'appliquerait en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur en particulier. Ainsi, il serait possible que dans le cas d'un membre compensateur qui n'est pas une entité canadienne et d'un transfert de la sûreté excédentaire à la CPC, la législation sur la faillite applicable ne reconnaisse pas la séparation des sûretés excédentaires en application du principe de la séparation LSOC « légalement séparé, fonctionnement amalgamé » (*legally separated, operationally commingled de la séparation LSOC (LSOC) approach*).

Le CMIC est d'avis que, malgré les risques décrits ci-dessus, le traitement des sûretés excédentaires devrait plutôt être prévu au contrat entre le client et l'intermédiaire compensateur ou entre le client et le membre compensateur. Il faut faire preuve de souplesse quant au traitement des sûretés excédentaires, notamment quant à la possibilité pour le membre compensateur ou l'intermédiaire compensateur, selon le cas, de réutiliser ces sûretés excédentaires si le client y consent.

Observations sur la rédaction : Au sens du règlement, « marge excédentaire » s'entend d'une sûreté de client qu'un membre compensateur ou un intermédiaire compensateur *exige* [les italiques sont de nous] en plus du montant que la CPC exige d'un client. Il se pourrait toutefois que la valeur réelle des biens *remis* à un membre compensateur soit inférieure à ce qu'exige un membre compensateur. Le CMIC est d'avis que cette définition doit être reformulée comme suit :

« marge excédentaire » : la sûreté de client qu'un client remet à un membre compensateur ou à un intermédiaire compensateur en plus du montant que l'agence de compensation de produits dérivés exige à l'égard des produits dérivés compensés de ce client.

Des modifications devraient par ailleurs être apportées à la définition de « marge excédentaire » et aux indications interprétatives afin de préciser que la sûreté qu'un client remet à un membre compensateur ou à un intermédiaire compensateur et qui est transformée ne devrait pas être considérée comme une « marge excédentaire ». Ce serait plutôt la sûreté transformée (c.-à.-d. la sûreté que le membre compensateur remet à la CPC) qui devrait être considérée comme une « marge excédentaire » aux termes du règlement et par conséquent assujettie aux obligations de séparation et de transférabilité du règlement.

2. Si toutes les sûretés de client doivent être détenues par une agence de compensation de produits dérivés, faudrait-il lui imposer des obligations supplémentaires pour la détention de sûretés de client excédentaires?

Le CMIC est d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'imposer aux CPC des obligations supplémentaires pour la détention de sûretés de client excédentaires. L'essentiel est que ces sûretés soient séparées des biens du membre compensateur et des biens de la CPC, traitées de la même manière que les autres sûretés de client que détient la CPC et déclarées séparément aux membres compensateurs, aux intermédiaires compensateurs et aux clients.

3. Quel rôle particulier les intermédiaires compensateurs joueront-ils dans la compensation des produits dérivés de gré à gré? Leurs obligations sont-elles appropriées?

Le CMIC s'attend à ce que des courtiers en valeurs membres du même groupe que des courtiers en swaps ou des courtiers principaux qui offrent des services de compensation par l'intermédiaire de courtiers en valeurs membres du même groupe puissent être des « intermédiaires compensateurs » aux termes du règlement. Il est aussi possible que, pour des raisons opérationnelles et pratiques, une coopérative de crédit centrale agisse en tant qu'intermédiaire compensateur pour le compte de ses caisses membres. Le CMIC est d'avis que les obligations imposées aux intermédiaires compensateurs sont appropriées.

4. Faudrait-il permettre que les sûretés relatives aux produits dérivés compensés des clients qui sont détenues par des membres compensateurs ou des intermédiaires compensateurs soient mises en commun avec d'autres sûretés de ces clients, par exemple les sûretés relatives à des opérations sur contrats à terme?

Nous observons que cette amalgamation n'est pas pratique courante actuellement sur le marché, la législation en matière de faillite et les règles régissant les CPC de bon nombre de territoires n'appuyant pas cette façon de faire. Nous savons toutefois que le cadre réglementaire mondial à cet égard peut changer et le CMIC est par conséquent d'avis que les ACVM devraient prévoir dans le règlement une certaine marge de manœuvre et permettre, et non pas exiger, ce genre d'amalgamation.

CONCLUSION

Le CMIC considère qu'un engagement continu auprès des ACVM est déterminant pour l'élaboration d'un cadre réglementaire qui respecte les engagements du G20 et atteint les objectifs prévus de politiques publiques. L'inclusion judicieuse par les organismes de réglementation des points soulevés dans la présente lettre contribuera sensiblement à la réussite de l'élaboration des règles définitives sur la protection des sûretés et des positions des clients dans le cadre de la compensation des produits dérivés de gré à gré.

Comme nous l'avons souligné dans des mémoires précédents, chaque sujet relatif à la réglementation des dérivés de gré à gré est en corrélation avec tous les autres aspects. À cet égard, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires sur le règlement après la publication d'autres documents de consultation et de modèles et projets de règles.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration des règles sur la protection des sûretés et des positions des clients dans le cadre de la compensation des produits dérivés de gré à gré et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les participants au marché qui seront assujettis à ces règles. Le CMIC se réjouit de la possibilité de discuter de la présente réponse avec des représentants des ACVM. Les points de vue exprimés dans la présente lettre sont ceux des membres du CMIC indiqués ci-dessous :

Bank of America Merrill Lynch
Banque de Montréal
Caisse de dépôt et placement du Québec
L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada
Banque Canadienne Impériale de Commerce
Succursale canadienne de Deutsche Bank A.G.
Healthcare of Ontario Pension Plan
Banque HSBC Canada
Succursale de Toronto de JPMorgan Chase Bank, N.A.
Société Financière Manuvie
Banque Nationale du Canada
OMERS Administration Corporation
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Banque Royale du Canada
La Banque de Nouvelle-Écosse
La fédération des Caisses Desjardins du Québec
La Banque Toronto-Dominion