



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

a/s : Josée Turcotte, 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 30 mars 2015

Objet : Document de consultation 92-401 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») : Plateformes de négociation de dérivés (« PND ») (le « document de consultation »)

INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien (Canadian Market Infrastructure Committee) (« **CMIC** »)¹ se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation.²

¹ 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. Les membres du CMIC responsables de la présente lettre sont : la Banque de Montréal, Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (Canada), 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., la Fédération des Caisses Desjardins du Québec, 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, l'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public, la Banque Royale du Canada, Financière Sun Life, La Banque de Nouvelle-Écosse 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 approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada.

² Autorités canadiennes en valeurs mobilières « Document de consultation 92-401 des ACVM – Plateformes de négociation de dérivés » (2015). Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/mars-2015/2015janv29-92-401-consultation-fr.pdf>.

Le CMIC appuie les ACVM dans les efforts qu'elles déploient pour honorer l'engagement que le Canada a pris dans le cadre du G20 voulant que les dérivés de gré à gré réguliers doivent être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique. Le document de consultation, qui donne de l'information générale détaillée sur les PND et les notions correspondantes, a été fort utile dans le cadre de notre examen des questions.

Commentaires généraux

D'abord, reconnaissant l'engagement du Canada dans le cadre du G20, le CMIC soutient qu'il est primordial de reconnaître le caractère unique du marché canadien, notamment sa taille relativement modeste et sa liquidité limitée, à tel point que la négociation obligatoire sur des PND n'est peut-être pas justifiée ou ne devrait peut-être s'appliquer que de façon très limitée. L'obligation de négocier sur des PND au Canada n'est donc peut-être pas nécessaire. Une telle position au Canada n'est pas contraire à l'engagement que le Canada a pris dans le cadre du G20 quant à la déclaration et à la compensation de dérivés. Si toutefois les autorités de réglementation estiment qu'il est nécessaire d'établir une obligation de négociation sur des PND, nous vous invitons à lire ci-après nos réponses à vos questions.

Le CMIC soutient en outre qu'il est important que les autorités de réglementation trouvent une solution pour les PND étrangères, comme les plateformes d'exécution de swaps (« **PES** ») et les systèmes organisés de négociation (« **SON** »), qui repose sur une conformité substitutive à l'égard des territoires étrangers, encourageant ainsi les PND étrangères à offrir leurs services sur le marché canadien. L'adoption d'une réglementation proprement canadienne pourrait bien pousser les PND étrangères à choisir de ne pas participer au marché canadien, privant ainsi les participants au marché canadien d'un accès à la liquidité du marché mondial.

De plus, comme nous l'avons mentionné dans nos mémoires antérieurs, le CMIC soutient que l'harmonisation entre toutes les provinces (y compris l'harmonisation de la date d'effet), et avec les règles mondiales sur les dérivés est primordiale. Compte tenu de la taille relativement modeste du marché des dérivés de gré à gré canadien par rapport au marché mondial, le régime de PND canadien ne doit pas être incompatible avec les règles mondiales ni imposer un fardeau indu aux PND étrangères, ce qui placerait les participants au marché canadien dans une position désavantageuse sur le plan de la concurrence. Le régime de PND canadien ne doit bien sûr pas limiter ni restreindre la capacité d'une PND de se conformer aux règles de PES aux termes de la loi intitulée *Dodd-Frank Act* ou aux règles des SON aux termes de l'European Market Infrastructure Regulation.

Un autre aspect de l'harmonisation auquel le CMIC souscrit est l'harmonisation des règles de gouvernance des PND avec la législation en valeurs mobilières existante relative aux systèmes de négociation parallèle. S'agissant dans les deux cas de systèmes de négociation, leurs règles de gouvernance devraient être en substance analogues.

Le CMIC est aussi d'avis que le régime de PND doit rester aussi souple que possible, notamment en ce qui a trait aux méthodes d'exécution, de manière à ce qu'il puisse aisément s'ajuster aux variations de liquidité d'un produit au fil du temps. On ne saurait notamment avoir des règles exclusivement canadiennes qui entraveraient la négociation sur une plateforme étrangère, d'une part, sans, d'autre part, compromettre la souplesse ou l'harmonisation à l'égard des protocoles mondiaux. Les règles canadiennes doivent impérativement tenir compte de la taille relativement modeste du marché canadien et de la liquidité beaucoup plus limitée des produits canadiens.

Ces quatre notions sont plus amplement décrites ci-après dans nos réponses à vos questions.

Réponses aux questions du document de consultation

Définition de « plateforme de négociation de dérivés »

Question 1 : La catégorie de PND est-elle correctement définie? Sinon, quels changements faut-il y apporter et pour quelles raisons?

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que la définition doit être ainsi modifiée « ... un système, une plateforme ou un marché de négociation... ». La définition correspondrait alors plus étroitement à la définition d'une PES au sens de la loi intitulée *Dodd-Frank Act* et serait, à notre avis, plus claire. Nous proposons en outre d'ajouter à la fin de la définition, « et à l'exclusion des plateformes exploitées par un courtier unique ».

Question 2 : Convient-il d'accorder aux exploitants de PND un certain pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations? Motivez votre réponse. Le cas échéant, le pouvoir discrétionnaire devrait-il n'être accordé que pour la négociation de produits qui ne sont pas visés par l'obligation de négociation sur une PND?

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que les exploitants de PND doivent avoir un certain pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations, qu'elles doivent ou non être négociées sur une PND, pour peu que ce pouvoir discrétionnaire soit exercé de manière conforme à l'obligation de meilleure exécution proposée dont il est question dans notre réponse à la question 8 ci-après. Le CMIC estime que les exploitants de PND doivent avoir un certain pouvoir discrétionnaire (pourvu que chaque client approuve ce pouvoir discrétionnaire pour ses opérations) dans les cas suivants : pour fixer le moment de la saisie des ordres d'un participant, déterminer les participants auxquels communiquer les demandes de cotation, déterminer les ordres ou les demandes de cotation qui sont appariés avec d'autres ordres ou cotations et établir l'ordre et le moment de l'appariement et la méthode d'exécution. Donner ces pouvoirs discrétionnaires aux exploitants de PND leur donnera une plus grande marge de manœuvre quant aux méthodes d'exécution et leur permettra de chercher un marché plus liquide pour un type d'opérations en particulier.

Méthodes d'exécution autorisées

Question 3 : La description des méthodes d'exécution autorisées pour une PND convient-elle aux plateformes qui permettent actuellement ou qui envisagent de permettre la négociation de dérivés de gré à gré?

Réponse du CMIC : La description des méthodes d'exécution autorisées pour une PND convient, de l'avis du CMIC, aux PND qui permettent actuellement la négociation de dérivés de gré à gré. Toutefois, nous espérons et nous nous attendons à ce que les PND fassent elles-mêmes une analyse plus approfondie dans leur réponse à la présente question.

Question 4 : Veuillez commenter les modes d'exécution exigés. Faudrait-il prescrire une fonctionnalité de négociation minimale pour l'ensemble des PND?

Réponse du CMIC : Le CMIC recommande aux ACVM de ne pas prescrire une fonctionnalité de négociation minimale. Restreindre la négociation à des méthodes d'exécution comparables à celles utilisées sur le marché des contrats à terme, comme un registre des ordres, plutôt que d'autoriser diverses méthodes d'exécution, ne convient probablement pas compte tenu des caractéristiques de liquidité du marché canadien et pourrait ouvrir la voie à des opérations à haute fréquence ou abusives. Le CMIC croit fermement qu'un large éventail de méthodes d'exécution devrait être permis, qu'il y ait ou non obligation de négociation. Comme le souligne dans son livre blanc³ le commissaire J. Christopher Giancarlo de la Commodity Futures Trading Commission (« CFTC »), « les caractéristiques de liquidité particulières d'un produit de swap déterminent la technologie et la méthodologie d'exécution, qui peuvent évoluer ». C'est pourquoi il propose que ce « continuum de liquidité » nécessite des méthodes d'exécution variables⁴, et le CMIC appuie ce point de vue.

³ J. Christopher Giancarlo, "Pro-Reform Reconsideration of the CFTC Swaps Trading Rules: Return to Dodd-Frank" (2015), online: CFTC <<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/sefwhitepaper012915.pdf>>.

⁴ Giancarlo, *supra*, note 3 à la p. 26.

Autorisation réglementaire des PND

Question 5 : Le cadre réglementaire proposé pour les PND est-il approprié?

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que les PND sont les mieux placées pour répondre à cette question. Toutefois, dans la mesure où un Canadien utilise une PND étrangère, cette PND étrangère ne devrait pas être tenue de s'inscrire au Canada et de se conformer au cadre réglementaire proposé, dans la mesure où cette PND étrangère est assujettie à un cadre de surveillance équivalent dans un territoire approuvé. Permettre une telle dispense en fonction de chaque territoire plutôt qu'en fonction de chaque PND, serait la solution réglementaire la plus efficace, car elle dégage les PND étrangères de l'obligation de faire leur propre demande de dispense. Les participants au marché canadien ne seraient pas ainsi privés de l'accès à des PND étrangères et à la liquidité du marché mondial. Le CMIC craint qu'une telle multiplication des exigences réglementaires puisse bien inciter les PND étrangères à restreindre l'accès au marché canadien ou à se retirer tout à fait du marché canadien.

Question 6 : Convient-il d'imposer des obligations applicables aux courtiers aux PND dont l'exploitant exerce un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations? Veuillez fournir des explications. Dans l'affirmative, faudrait-il obliger ces PND à s'inscrire comme courtiers ou leur imposer seulement certaines des obligations des courtiers? Lesquelles?

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que les PND sont les mieux placées pour répondre à cette question. Toutefois, dans la mesure où les obligations des courtiers s'appliquent dans le cas de l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire, ces obligations ne devraient pas s'appliquer aux PND étrangères si elles sont assujetties à un cadre de surveillance équivalent dans un territoire approuvé.

Question 7 : Compte tenu des conflits d'intérêts, les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations devraient-elles être tenues d'exercer cette fonctionnalité dans une société distincte du même groupe? Motivez votre réponse.

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'obliger les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire à ne le faire que dans le cadre d'une société distincte du même groupe. Le CMIC soutient que les pare-feu usuels et les politiques en matière de conflits d'intérêts internes devraient constituer des mesures suffisantes pour éviter les conflits d'intérêts quant à l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire.

Question 8 : Quels facteurs sont pertinents pour définir l'obligation de meilleure exécution proposée?

Réponse du CMIC : Le CMIC recommande que la définition de l'obligation de meilleure exécution au sens du *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* est une définition appropriée de cette obligation aux fins de l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire des PND.

Obligations organisationnelles et de gouvernance

Question 9 : Convient-il de permettre aux PND d'exiger la compensation de toutes les opérations qui y sont exécutées et qui peuvent être compensées?

Réponse du CMIC : Le CMIC estime qu'il n'est pas approprié de permettre aux PND d'exiger la compensation de toutes les opérations qui y sont exécutées et qui peuvent être compensées. Si on devait le leur permettre, les PND pourraient alors effectivement établir une politique de compensation obligatoire. Le CMIC soutient qu'il n'est pas approprié que des PND établissent une politique de compensation et estime qu'il revient aux autorités de réglementation de le faire et non pas aux PND.

Question 10 : Convient-il d'autoriser les PND à exiger que les opérations qui y sont exécutées soient compensées par une chambre de compensation en particulier ou déclarées à un référentiel central en particulier?

Réponse du CMIC : Le CMIC estime que les PND devraient permettre aux participants de choisir la chambre de compensation ou le référentiel central (« RC ») de leur choix. Les PND ne font que faciliter l'opération et devraient être limitées à ce rôle. Autoriser une PND à rendre obligatoire la compensation des opérations

exécutées sur sa plateforme par une chambre de compensation en particulier restreindrait la capacité des participants au marché d'utiliser certaines PND, si ces PND n'offrent pas de services de compensation aux contreparties centrales dont elles sont clients ou membres. Une telle solution pourrait facilement mener à une perte de souplesse de négociation et à une augmentation des coûts opérationnels pour faire des affaires.

Question 11 : Convient-il que les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations soient autorisées à restreindre l'accès à leur plateforme? Dans l'affirmative, pour quels motifs?

Réponse du CMIC : Il est approprié de permettre aux PND d'établir des normes à respecter avant qu'un participant ne soit autorisé à y faire exécuter des opérations. Les normes possibles comprennent, notamment une obligation de compétence technique minimale des participants pour exécuter des opérations par voie électronique et une obligation pour les participants de ne pas se livrer à des pratiques de négociation frauduleuses ou manipulatoires. C'est pourquoi le CMIC estime qu'il est approprié que les PND aient la possibilité de limiter l'accès à leur plateforme. Ces normes ne devraient toutefois pas inclure une norme de solvabilité d'un participant. Les PND ne sont en définitive pas exposées au risque d'insolvabilité de leurs participants et ne devraient donc pas limiter l'accès aux participants en fonction de considérations de solvabilité.

Question 12 : Les obligations organisationnelles et de gouvernance sont-elles appropriées? Le comité devrait-il envisager d'autres obligations organisationnelles et de gouvernance?

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que les PND sont les mieux placées pour répondre à cette question.

Question 13 : Convient-il que les PND qui n'exercent pas de pouvoir discrétionnaire sur l'exécution soient autorisées à se charger de leurs fonctions de réglementation et surveillance ou faudrait-il les obliger à engager un fournisseur de services de réglementation à cette fin dans tous les cas? Veuillez fournir des explications.

Réponse du CMIC : Le CMIC estime qu'il est approprié d'autoriser les PND qui n'exercent pas de pouvoir discrétionnaire à se charger de leurs fonctions de réglementation et de surveillance, à la condition qu'elles n'exécutent pas des opérations pour leur propre compte. Souvent, les PND sont les mieux placées pour se charger de ces fonctions.

Question 14 : Approuvez-vous la proposition d'interdire aux exploitants de PND de conclure des opérations sur leur plateforme pour compte propre? Veuillez fournir des explications.

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'accord avec cette proposition. Les exploitants de PND ont accès à l'ensemble des données du marché et de l'information sur les opérations et ils se placeraient en position de conflit d'intérêts s'ils exécutaient des opérations pour compte propre au sein de la même entité qui a accès à cette information. Des murs appropriés et des séparations entre les entités juridiques devraient être exigés.

Question 15 : Comment évaluer la suffisance des ressources financières d'une PND? Veuillez commenter la méthodologie et la fréquence du calcul.

Réponse du CMIC : Le CMIC estime que les PND sont les mieux placées pour commenter la méthodologie et la fréquence du calcul de leurs ressources financières. Nous vous référons toutefois au livre blanc⁵ de M. Giancarlo selon lequel il serait inapproprié d'obliger les PND à avoir des ressources financières d'un montant supérieur au montant total dont elles ont besoin pour couvrir les charges d'exploitation pour une période continue d'une année. Il s'agit de la norme applicable aux chambres de compensation, et elle est appropriée dans le cadre de la compensation compte tenu des répercussions que la défaillance d'une chambre de compensation pourrait avoir sur le marché. Toutefois, la défaillance d'une PND n'aurait que des répercussions négligeables sur le marché dans l'hypothèse où il existe plus d'une PND pour les produits visés négociés sur la PND défaillante. C'est pourquoi M. Giancarlo fait valoir que les PND ne devraient être tenues de détenir que les ressources financières suffisantes pour procéder à une réduction progressive ordonnée de leurs opérations, avis que partage le CMIC.

⁵ Giancarlo, *supra*, note 3 à la p. 46.

Transparence avant les opérations

Question 16 : Les obligations de transparence avant les opérations devraient-elles s'appliquer aux dérivés de gré à gré qui sont négociés sur des PND, mais ne sont pas visés par l'obligation de l'être? Dans l'affirmative, quelles obligations devraient s'appliquer et faudrait-il prévoir des dispenses?

Réponse du CMIC : Le CMIC souscrit à l'objectif des ACVM de promouvoir la transparence avant les opérations et reconnaît les grands avantages de la divulgation d'information sur les ordres, notamment une amélioration de la formation des cours. Le CMIC partage par ailleurs l'avis des ACVM selon lequel une transparence avant les opérations plus rigoureuse peut ne pas aboutir à une réelle amélioration de la formation des cours, et convient qu'il serait inapproprié d'imposer des obligations de transparence avant les opérations pour que des produits ayant une liquidité insuffisante soient obligés de négocier sur une PND.

Le CMIC souligne que les avantages de la transparence avant les opérations sont en général associés à un modèle d'exécution fondé sur un registre des ordres auquel tous les participants au marché y ayant accès peuvent voir les offres d'achat et de vente de dérivés. Pour les produits liquides négociés selon un registre des ordres, les teneurs de marché seront en général disposés à afficher des offres d'achat et de vente de produits en continu. Le registre des ordres contribue ainsi à la formation des cours, dans la mesure où les participants au marché peuvent consulter le registre des ordres et se faire une bonne idée des cours en vigueur avant de choisir un teneur de marché en particulier.

En revanche, pour les produits non liquides négociés selon un registre des ordres, ce modèle d'exécution peut dans certains cas ne pas contribuer à la formation des cours. Les teneurs de marché seront en général moins disposés à afficher des offres d'achat et de vente de titres en continu, et si de telles offres sont affichées, elles contiendront en général de plus larges écarts visant à protéger le teneur de marché contre le risque de perte en cas de baisse. Autrement dit, les offres affichées dans un registre des ordres peuvent ne pas rendre compte des meilleurs cours qu'un teneur de marché veut ou peut offrir, et les participants au marché peuvent alors être obligés de chercher ces cours ailleurs que dans le registre des ordres.

Même si le CMIC estime qu'il ne serait pas approprié que les ACVM imposent une obligation de négociation sur une PND pour des produits non liquides ou sur mesure, le CMIC défend néanmoins le droit des participants au marché de choisir de faire exécuter ou non ces produits sur une PND. Dans ces circonstances toutefois, le CMIC ne croit pas qu'il faille imposer aux PND des obligations d'information particulières visant à améliorer la transparence avant les opérations. Comme il est indiqué ci-dessus, la transparence avant les opérations obligatoire obligerait vraisemblablement les PND à adopter un modèle fondé sur un registre des ordres qui peut ne pas être approprié en raison de la nature non liquide du produit.

Le CMIC est plutôt d'avis que les participants au marché doivent avoir la faculté de choisir une PND, un modèle d'exécution et des niveaux corollaires de transparence avant les opérations selon leur situation particulière. Le CMIC soutient que cette formule variable est généralement conforme aux règles de la CFTC, qui n'imposent pas d'obligations de transparence avant les opérations pour les opérations dites « autorisées », qui ne doivent pas obligatoirement être exécutées sur une PES.

Transparence après les opérations

Question 17 : Les obligations de transparence après les opérations proposées (qui comprennent la déclaration des opérations en temps réel ainsi que la déclaration quotidienne au public de certaines données) conviennent-elles aux PND?

Réponse du CMIC : Le CMIC soutient également les efforts des ACVM pour une meilleure transparence après les opérations. Le CMIC a toutefois de sérieuses réserves quant à certaines mesures proposées à cet égard, notamment l'obligation pour les PND de produire des rapports publics en temps réel.

Selon la proposition des ACVM, les PND seraient tenues « de déclarer au public les opérations exécutées sur leur plateforme en temps réel, dans la mesure où les moyens techniques le permettent ». Le CMIC observe que la proposition des ACVM est généralement muette quant au fondement de l'obligation pour les PND de produire des rapports publics en temps réel, chose d'autant plus incompréhensible que ces rapports seront déjà produits par un RC. La proposition des ACVM n'est en général pas non plus explicite quant au type

d'information que les PND seraient tenues de déclarer au public, ni quant à savoir si cette obligation comprendrait les données à communiquer à l'exécution à un RC par une contrepartie déclarante aux termes du *Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés* (le « **Règlement sur les RC** ») de l'Autorité des marchés financiers (ou le règlement correspondant dans les autres provinces), ou un sous-ensemble des données à communiquer à l'exécution au public par un RC aux termes du Règlement sur les RC, ou encore un autre ensemble de données. Le CMIC soutient que les ACVM doivent être plus explicites quant au type d'information que devraient contenir les rapports publics des PND afin que les participants au marché puissent en évaluer adéquatement le caractère approprié.

Si les ACVM sont d'avis que les PND doivent déclarer la totalité ou une partie des données à communiquer à l'exécution à un RC par une contrepartie déclarante, le CMIC soutient qu'une telle obligation d'information devrait autant que possible être harmonisée aux obligations de diffusion publique applicables aux RC à partir du 29 juillet 2016. Le CMIC soutient en outre qu'une telle obligation d'information n'est pas appropriée puisqu'elle ne semble pas tenir compte des rouages du processus de compensation ni des obligations d'information distincte d'une chambre de compensation aux termes du Règlement sur les RC. Le CMIC souligne qu'un swap qui est accepté aux fins de compensation – généralement appelé un swap « alpha » – est immédiatement annulé et remplacé par deux nouveaux swaps – habituellement appelés swaps « bêta » et « gamma ». Une fois le swap alpha annulé et remplacé par des swaps bêta et gamma, la chambre de compensation devient responsable de la divulgation de ces swaps conformément à la hiérarchie de contrepartie déclarante du Règlement sur les RC.

Étant donné que les swaps alpha sont annulés et remplacés par des swaps bêta et gamma entièrement assujettis aux obligations d'information de la chambre de compensation, le CMIC soutient que ni les PND, ni les contreparties ne devraient être assujetties à des obligations d'information à l'égard des swaps alpha. Le CMIC soutient qu'il n'y a pas ou pratiquement pas d'avantage à obliger les PND à déclarer des données à communiquer à l'exécution à l'égard de swaps alpha, que ce soit par l'entremise d'un RC ou directement au public, puisqu'ils sont presque immédiatement remplacés par des swaps compensés qui sont déclarés par la chambre de compensation. Obliger les PND à rendre publics d'autres rapports ne contribuerait pratiquement pas à la transparence après les opérations, ces rapports contenant essentiellement la même information que les rapports de la chambre de compensation à l'égard des swaps gamma et bêta.

Comparativement aux avantages minimales que procurerait une obligation des PND à produire des rapports publics, le coût de ces rapports serait quant à lui vraisemblablement élevé, comme en font foi les résultats de l'imposition d'une telle obligation d'information des PES aux États-Unis. En vertu des règles de la CFTC, les PES partagent la responsabilité de déclarer les opérations alpha avec des courtiers en swaps (« **CS** »)/principaux participants au marché des swaps (« **PPMS** »), les PES étant responsables de la déclaration des données à communiquer à l'exécution initiales et les CS/PPMS étant responsables de la déclaration de l'information continue. Les PES ont éprouvé énormément de difficultés à se conformer à ces règles de partage de l'obligation d'information, les PES étant tenues de déclarer des données qui ne se rapportent pas à l'exécution que les PES n'ont bien souvent pas en leur possession. Les PES et CS/PPMS seront par ailleurs souvent connectés à différents référentiels centraux de swaps (« **RCS** »), et seront par conséquent incapables d'envoyer des données au même endroit, soulevant ainsi le problème des données dites « orphelines » c'est-à-dire qu'une partie d'une opération peut être déclarée à un RCS, tandis qu'une autre partie de l'opération peut être déclarée à un autre RCS.

Afin d'éviter certaines des difficultés qu'ont soulevées les règles de la CFTC, le CMIC souligne l'importance de n'avoir qu'une seule partie responsable de la déclaration d'une même opération de swap. Pour une opération qui est exécutée sur une PND et qui est assujettie à l'obligation de compensation, le CMIC estime que la seule partie chargée de la déclaration devrait être la chambre de compensation. Selon la formule proposée par le CMIC, il n'y aurait aucune obligation de produire un rapport public à l'égard d'une opération alpha; il reviendrait plutôt à la chambre de compensation de déclarer les opérations bêta et gamma en résultant une fois l'opération alpha acceptée aux fins de compensation. Dans le cas d'une opération bilatérale non compensée qui n'est pas assujettie à une obligation de compensation et qui est exécutée sur une PND, le CMIC soutient que l'une des contreparties à l'opération devrait être chargée de sa déclaration, selon la hiérarchie de contrepartie déclarante du Règlement sur les RC.

Le CMIC fait valoir qu'une telle formule est généralement conforme aux processus de déclaration envisagés dans le Règlement sur les RC, et pourra donc aisément s'appliquer dans le cadre des systèmes d'information existants créés pour l'application de ce règlement.

Question 18 : Quelle est la meilleure méthode pour déclarer publiquement en temps réel les opérations exécutées sur une PND (p. ex., directement par la PND, par le truchement de référentiels centraux ou d'une autre façon)? Quels sont les avantages et les inconvénients de ces options?

Réponse du CMIC : Dans la mesure où les ACVM estiment que les PND doivent produire d'autres rapports publics, le CMIC croit alors fermement que ces rapports doivent être produits indirectement par le truchement de RC, plutôt que directement par les PND. Étant donné que le marché canadien peut, à terme, compter de nombreuses PND différentes, les obliger à déclarer de l'information directement au public donnerait lieu à une dispersion de l'information qui empêcherait les autorités de réglementation et les participants au marché de se faire rapidement et facilement une idée complète du marché. Obliger les PND à divulguer de l'information directement au public peut en outre compromettre la qualité des données, dans la mesure où différentes PND peuvent avoir différentes normes et pratiques en matière de déclaration.

Questions 19 et 20 : Dans quelles circonstances faudrait-il permettre de différer la publication de l'information sur les opérations? En existe-t-il d'autres que les opérations de bloc? En supposant que le report de la publication de l'information sur les opérations soit autorisé pour les opérations de bloc, de quels critères faudrait-il tenir compte pour déterminer la taille minimale des opérations?

Réponse du CMIC : Comme il l'a indiqué dans son mémoire relatif à l'avis 91-302 du personnel des ACVM, *Mise à jour – Modèle de règles sur la détermination des produits dérivés et Modèle de règles sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés*, le CMIC croit fermement que les règles des ACVM quant à l'information du public doivent prévoir des délais pour la divulgation d'opérations notionnelles ou « de bloc » importantes. La divulgation instantanée ou en temps réel d'opérations de bloc peut nuire au fonctionnement adéquat du marché, la capacité d'un courtier de couvrir son exposition au risque étant ainsi compromise. Pour les opérations sur des produits non liquides, un courtier aura souvent besoin d'un délai plus long que celui de la date d'opération plus un jour pour couvrir son exposition au risque. Si les détails d'une opération sont diffusés au public avant qu'un courtier n'ait pu mettre au point sa couverture, il peut être exposé à une augmentation des coûts d'exécution de l'opération de couverture, les participants au marché pouvant potentiellement effectuer des opérations contre la position du courtier. Ces coûts supplémentaires peuvent soit être transférés aux utilisateurs finaux sous la forme de plus larges écarts, soit décourager des courtiers de participer à ces opérations, réduisant ainsi la liquidité dans des marchés de produits déjà non liquides. De même, dans le cas d'opérations sur des produits non liquides, les participants côté acheteur peuvent chercher à exécuter une position large en étalant l'opération entre plusieurs courtiers. Si les détails d'une opération sont diffusés au public avant que le participant côté acheteur n'ait mené à terme ses opérations, le participant côté acheteur pourrait devoir engager des frais supplémentaires dans l'exécution de ses opérations puisque les participants au marché peuvent potentiellement négocier contre la position du participant côté acheteur.

Le CMIC est d'avis que les ACVM doivent adopter des règles qui prévoient des délais quant à la déclaration d'information comparables à ceux appliqués aux États-Unis. Aux termes des règles de la CFTC, les contreparties aux opérations dont les valeurs notionnelles sont supérieures aux tailles minimales des opérations de bloc fixées par la CFTC disposeront de délais pour rendre publiques leurs opérations. Il faudra étudier en profondeur les données sur les déclarations des opérations au Canada pour formuler les limites appropriées pour le marché canadien.

Question 21 : Quels renseignements sur le marché les PND devraient-elles être tenues de fournir au public sans frais, et à quel moment? Veuillez indiquer aussi précisément que possible les éléments de données, le niveau de détail et le moment (cf. les règles de la CFTC [États-Unis] dans 17 CFR 16.01).

Réponse du CMIC : En plus des rapports publics en temps réel, la proposition des ACVM laisse entendre que les PND devraient être tenues « de rendre publics certains renseignements sur le marché que le comité déterminera, sans frais, dans un certain délai ». Selon la proposition des ACVM, les règles de la CFTC prévoient une obligation analogue selon laquelle les PES/marchés de contrats désignés (« MCD ») sont tenus de rendre publique « de l'information à jour sur les cours, le volume des opérations et d'autres données sur les opérations de swap ». Les renseignements que les PES/MCD doivent rendre publics sont indiqués dans 17 CFR 16.01.

Comme dans le cas de la déclaration publique en temps réel, le CMIC fait valoir que la proposition des ACVM est en général muette quant au fondement de l'obligation pour les PND de rendre de l'information publique

séparément dans un certain délai, alors que cette information pourrait vraisemblablement être obtenue d'un RC en temps réel. Les ACVM ne sont encore ici pas très explicites quant à l'information que les PND devraient rendre publique dans un certain délai, les participants au marché ne pouvant ainsi pas facilement évaluer la nécessité d'une telle obligation d'information.

Dans la mesure où les ACVM ont calqué cette obligation sur l'obligation correspondante des règles de la CFCT, le CMIC soutient que les règles de la CFTC ne sont peut-être pas, en l'occurrence, la meilleure référence de comparaison. Le CMIC souligne que les MCD sont depuis longtemps tenus de déclarer cette information en vertu des règles de la CFTC, et qu'il est possible que la CFTC étende cette obligation aux PES afin de minimiser les différences dans le traitement entre les PES et les MCD. Comme le régime des ACVM ne comporte pas de pendants directs aux MCD, le CMIC ne croit pas que des considérations d'uniformisation s'appliquent au marché canadien. C'est pourquoi le CMIC recommande fortement aux ACVM d'envisager le retrait de cette obligation.

Dans la mesure où les ACVM établissent que les PND doivent rendre publique de l'information dans un certain délai, le CMIC estime que l'information que les PND seraient tenues de rendre publique doit correspondre à celle prescrite par les règles de la CFTC. L'harmonisation des obligations d'information des ACVM avec les règles de la CFTC s'inscrit dans le principe général d'harmonisation, et mettrait à la disposition des participants au marché des données uniformes sous les régimes canadiens et américains, en facilitant ainsi la comparaison et l'analyse. Cette uniformisation pourrait en outre contribuer à réduire les pratiques de négociation manipulatoires, notamment la rétroingénierie des positions d'un participant au marché possible lorsqu'il existe des divergences entre les obligations d'information canadiennes et américaines.

Question 22 : Outre la déclaration de l'information sur les opérations à un référentiel central, les PND devraient-elles être tenues de diffuser l'information directement auprès de tous leurs participants ou seulement auprès des contreparties aux opérations? Un minimum d'information après les opérations, moins détaillée que celle qui est fournie aux contreparties, devrait-elle être diffusée auprès de tous les participants? Veuillez préciser.

Réponse du CMIC : En ce qui a trait à la déclaration d'information transactionnelle aux participants à une PND, le CMIC est d'avis que les PND ne devraient pas être tenues de déclarer de l'information à leurs participants. Le CMIC propose au contraire que les ACVM adoptent des règles analogues à celles promulguées par la CFTC, qui limitent la capacité des PES de divulguer de l'information transactionnelle à leurs participants.

Aux termes des règles de la CFTC, il est interdit aux PES de divulguer de l'information transactionnelle à leurs participants *avant* d'avoir déclaré cette information à un RCS pour diffusion publique. Par dérogation à cette interdiction, les PES sont autorisées à mettre cette information à la disposition de leurs participants *en même temps* que leur déclaration à un RCS, à la condition : i) que l'information ne soit déclarée qu'aux participants à la PES; ii) que les participants en aient reçu un avis préalable; et iii) que l'information soit déclarée sans distinction (c.-à-d. qu'elle soit déclarée à tous les participants à la PES). Cette interdiction de déclaration avant la déclaration à un RCS est souvent appelée la « règle d'embargo », et vise à ce que les données sur l'opération de swap et les cours soient diffusées uniformément et non d'une manière qui procure des avantages concurrentiels injustes à certains participants au marché.

Les avantages concurrentiels et pratiques en matière d'opérations injustes étant des questions également préoccupantes dans le marché canadien, le CMIC soutient qu'une restriction analogue quant à la déclaration d'information avant sa diffusion publique devrait être adoptée. Une obligation d'envoyer des données sur l'opération de swap et les cours (exclusion faite de l'information permettant d'identifier les parties) aux participants d'une PND en même temps que la publication de cette information par le RC conformément aux obligations d'information du public du RC réduira les iniquités potentielles entre les participants au marché et contribuera à en accélérer la déclaration aux RC. Bien que le CMIC recommande de limiter le droit des PND de déclarer de l'information à leurs participants, il croit fermement que les PND devraient être autorisées à le faire. Permettre aux participants à une PND de voir les dernières informations sur les opérations contribuera en général à améliorer la transparence après les opérations et le processus de formation des cours, et pourrait potentiellement avoir des effets positifs en ce qui a trait à la liquidité.

Obligation de négociation

Question 23 : Les critères proposés pour établir si un dérivé sera visé par l'obligation de négociation sur une PND sont-ils appropriés? Faudrait-il envisager d'autres critères?

Réponse du CMIC : De l'avis du CMIC, les critères que proposent les ACVM pour déterminer si un dérivé sera visé par l'obligation de négociation sur une PND sont appropriés. Le CMIC recommande fortement aux ACVM d'envisager la pondération relative des critères et propose d'accorder plus d'importance à certains facteurs qu'à d'autres. Par exemple, la question de savoir si un dérivé est liquide peut être un facteur plus important que la question de savoir s'il est négocié sur une PES. De plus, chaque aspect des critères doit être envisagé comme une décision distincte. La question de savoir si une opération doit ou non être compensée est distincte et séparée d'une décision quant à savoir si cette opération doit ou non être négociée sur une PND, si une série de dispenses appropriées sont offertes. (Voir nos réponses à la question 25 ci-après). À cette fin, le CMIC soutient qu'une catégorie de dérivés visée par une obligation d'exécution sur des PND doit d'abord, à titre de condition préalable, être visée par une obligation de compensation applicable, peu importe les décisions prises en fonction des autres critères pour cette catégorie de dérivés.

Le CMIC soutient tout particulièrement le processus de consultation coopératif de l'ensemble des autorités de réglementation canadiennes (dont parlent les ACVM à l'article 10a) du document de consultation) pour déterminer quelles opérations devraient être visées par une obligation de négociation sur une PND.

Question 24 : Existe-t-il des dérivés de gré à gré dont il faudrait considérer qu'ils se prêtent à l'obligation de négociation sur une PND? Existe-t-il des catégories de dérivés de gré à gré pour lesquelles cette obligation nuirait aux participants au marché?

Réponse du CMIC : Comme il est indiqué dans la réponse à la question 23, le CMIC soutient qu'une catégorie de dérivés visée par une obligation d'exécution sur des PND doit d'abord à titre de condition préalable être assujettie à une obligation de compensation applicable, peu importe les décisions prises en fonction des autres critères pour cette catégorie de dérivés. Le CMIC peut donc difficilement faire des observations sur cette question sans connaître quels dérivés seront visés par une obligation de compensation. On ne dispose par ailleurs que de très peu d'information pour déterminer le niveau de liquidité. De l'avis du CMIC, le niveau de liquidité ne peut être établi que lorsque les autorités de réglementation auront à leur disposition et étudié suffisamment de données à cette fin. Par ailleurs, étant donné que les autorités de réglementation seules sont en mesure de voir l'ensemble des données sur les opérations, le CMIC estime, au stade actuel, que seules les autorités de réglementation sont en position d'établir quels dérivés se prêtent à l'obligation de négociation.

Question 25 : Existe-t-il des situations dans lesquelles on devrait permettre qu'un produit visé par l'obligation de négociation exclusive sur une PND puisse être négocié sur une autre plateforme? Faudrait-il dispenser certaines catégories de participants au marché de l'obligation de négociation?

Réponse du CMIC : En ce qui a trait à la première partie de la présente question, nous vous prions de vous reporter à notre réponse à la question 24. Le CMIC soutient par ailleurs que, tirant des leçons des problèmes qu'ont connus d'autres territoires, les opérations intégrées (au sens de *Package Transactions*) ne devraient pas être visées par une obligation de négociation sur une PND. Une opération intégrée s'entend d'une opération visant au moins deux instruments :

- exécutés entre au moins deux contreparties;
- affichés à un prix ou cotés en tant qu'une seule opération économique dont toutes les composantes sont exécutées simultanément;
- dont au moins une des composantes est visée par une obligation d'exécution sur une PND; et
- dont l'exécution de chaque composante est conditionnelle à l'exécution de toutes les autres composantes.

Une opération intégrée, telle qu'elle est décrite ci-dessus, comprend au moins une composante qui, seule, serait visée par une obligation d'exécution sur une PND. Le CMIC soutient que, lorsqu'elle fait partie intégrante d'une opération intégrée, cette composante (et l'opération intégrée dans son ensemble) ne devrait pas être visée par une obligation d'exécution sur une PND. La formule que nous recommandons ne devrait

pas être un obstacle pour les plateformes étrangères qui souhaitent obtenir une reconnaissance ou une dispense de reconnaissance au Canada si les opérations intégrées sont traitées différemment en vertu des règles étrangères applicables sur ces plateformes étrangères.

Imposer une obligation d'exécution sur une PND pour chaque composante faisant partie d'une opération intégrée exposerait les participants au marché à des coûts et à des risques accrus. La négociation des composantes d'une opération intégrée séparément et sur différentes plateformes (c.-à-d. en partie sur une PND et en partie sur une autre plateforme) peut entraîner des coûts et des risques accrus en raison du décalage dans l'exécution des opérations, le marché pouvant prendre une autre direction entre l'exécution de chaque composante, et en raison des différences entre les détails de l'opération, du mode d'exécution, des flux d'opérations à compenser/régler et de la liquidité relative, comparativement à une exécution simultanée au moyen d'une même méthode d'exécution.

Si une composante d'une opération intégrée doit être exécutée séparément sur une PND, l'opération pourrait devenir non rentable en raison des coûts et des risques accrus. Cet aspect négatif n'est pas compensé par des considérations de transparence quant à la formation des cours, puisque la formation des cours d'une composante négociée dans le cadre d'une opération intégrée peut ne pas être comparable à la formation des cours du même type d'opération séparément.

En ce qui a trait aux catégories de participants au marché qui devraient être dispensés d'une obligation de négociation, le CMIC est d'avis qu'une dispense de l'utilisateur final devrait être offerte, et que la dispense devrait être harmonisée avec les dispenses de l'utilisateur final aux termes des règles de compensation obligatoires. Le CMIC appuie en outre une dispense de l'obligation de négociation sur une PND pour une opération entre membres du même groupe. Assujettir les opérations sur dérivés hors-cote entre membres du même groupe à l'obligation de négociation sur une PND imposerait des coûts inutiles et nuirait au transfert et à la gestion efficaces des risques entre les membres du même groupe, sans aucun avantage notable. L'exécution par le truchement d'un système de demandes de cotation ne serait pas efficace pour des opérations entre membres du même groupe, puisque les destinataires de la demande de cotation membres du groupe du demandeur ne pourraient être comptabilisés dans le calcul du nombre minimal de destinataires, tandis que l'exécution par le truchement d'un registre des ordres ne garantirait pas un appariement des intérêts des membres du même groupe dans l'opération. Les avantages de l'exécution sur une PND quant à la formation des cours ne sont pas probants dans le cas des opérations entre membres du même groupe, puisqu'une formation des cours concurrentielle n'est pas nécessairement un objectif principal des opérations entre membres du même groupe.

Question 26 : Faudrait-il mandater officiellement les PND pour débiter le processus visant à décider qu'une catégorie de dérivés de gré à gré est visée par l'obligation de négociation exclusive sur une PND, comme c'est le cas des PES dans le processus de « décision d'admissibilité » décrit à la page 21?

Réponse du CMIC : Comme nous l'avons indiqué dans notre réponse à la question 24, le CMIC est d'avis qu'il revient aux autorités de réglementation seules de déterminer quels dérivés doivent être visés par une obligation de négociation sur une PND et c'est pourquoi nous ne croyons pas que les PND devraient être habilités à le faire. Le CMIC observe que les PND, de même que le public en général, auront toujours la possibilité de faire des observations sur quelque obligation de négociation proposée. Le CMIC fait en outre valoir que le processus décisionnel dont fait l'objet un dérivé aux termes des règles de la CFTC et visant à le « rendre admissible à la négociation » (une « **décision d'admissibilité** ») (qui permet à une PES de soumettre une demande de décision d'admissibilité de produits à une obligation de négociation sur une PES, la CFTC ne pouvant refuser la demande que si elle est contraire à la loi intitulée *Commodity Exchange Act* ou aux règlements de la CFTC) ne fait pas l'unanimité. Comme l'indique M. Giancarlo dans son livre blanc⁶, le processus menant à une décision d'admissibilité pose problème parce qu'il peut soumettre des swaps à une obligation de négociation au moyen d'un nombre limité de méthodes d'exécution, même si ces swaps n'ont pas la liquidité nécessaire pour appuyer une telle opération. De plus, aux États-Unis, comme le processus menant à une décision d'admissibilité est contrôlé par les PES, une PES relativement nouvelle pourrait obtenir un avantage de premier arrivé et obliger qu'un produit en particulier soit négocié au moyen de

⁶ Giancarlo, *supra*, note 3 à la p. 29.

méthodes d'exécution restrictives sur le PES. Autrement dit, la décision d'une plateforme pourrait lier l'ensemble du marché.⁷

Question 27 : Quelles obligations d'information avant les opérations conviennent aux dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND? Quelle information les PND devraient-elles être tenues de publier au sujet des dérivés de gré à gré visés par cette obligation? Veuillez fournir des précisions en ce qui concerne la méthode d'exécution (p. ex., registre des ordres, demande de cotation, etc.).

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que les ACVM ne devraient pas être normatives et prescrire des obligations de transparence avant les opérations. Le CMIC est d'avis qu'imposer des obligations avant les opérations réduirait la liquidité et la faculté de choisir des méthodes d'exécution.

Question 28 : Comment fixer un seuil convenable pour dispenser les ordres et cotations importants des obligations de transparence avant les opérations ou permettre de modifier l'information à fournir?

Réponse du CMIC : Le CMIC soutient que ces seuils devront être établis conjointement avec les obligations de diffusion publique applicables aux RC à partir du 29 juillet 2016. Un examen réfléchi fondé sur une analyse appropriée des données du marché canadien sur une période prolongée est nécessaire pour déterminer la meilleure formule pour la diffusion publique de l'information sur les opérations pour le marché canadien. L'analyse des données sur le marché canadien ne peut être faite que par les autorités de réglementation étant donné qu'elles seules ont à leur disposition des données sur l'ensemble du marché dans les RC. De plus, ce type d'analyse exigera l'appréciation de données confidentielles du point de vue de la concurrence, comme des données sur des opérations de bloc et des concentrations de participants. Lorsque les autorités de réglementation auront fait cette analyse fondée sur des données fiables recueillies sur une période de temps suffisante dans le cadre de la déclaration d'information sur les opérations, et établi une démarche quant à la diffusion publique de l'information sur les opérations, une consultation des participants au marché devrait alors être organisée. Le CMIC est d'avis que des entreprises faisant office de teneurs de marché seraient défavorisées si les autorités de réglementation devaient adopter au Canada les mêmes planchers et plafonds que ceux prévus par les règles de la CFTC, étant donné que la plupart des instruments au Canada ne sont pas aussi liquides que ceux aux États-Unis. Les teneurs de marché seraient défavorisés si les données pouvaient être manipulées de manière à conclure qu'une opération en particulier a été exécutée. La capacité de gestion du risque en serait compromise, ce qui nuirait à la liquidité du marché, creuserait les écarts entre les cours acheteurs/vendeurs, réduirait l'efficacité et rendrait l'opération non viable. Les utilisateurs finaux à la recherche de solutions de couverture en subiraient les contrecoups.

Question 29 : Convient-il de limiter la négociation de dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND à certaines méthodes d'exécution autorisées, par exemple, un registre des ordres ou un système de demande de cotation combiné à un registre des ordres? Motivez votre réponse. Dans l'affirmative, quels modes d'exécution faudrait-il autoriser pour les produits visés par cette obligation? D'autres méthodes d'exécution permettent-elles d'atteindre un niveau satisfaisant de transparence avant les opérations? Quels autres facteurs devraient être pris en compte?

Réponse du CMIC : Comme nous l'avons indiqué, le CMIC est d'avis que les ACVM devraient adopter une solution variable quant aux méthodes d'exécution. Selon le livre blanc⁸ de M. Giancarlo, les marchés seraient mieux servis si l'exécution des opérations n'est pas limitée à seulement certaines méthodes. Une certaine flexibilité permettra un développement « rationnel et organique »⁹ des marchés en fonction de caractéristiques et de profils de liquidité de produits spécifiques. Les méthodes d'exécution pourraient par ailleurs être adaptées à des caractéristiques de liquidité d'un produit de swap en particulier.

Question 30 : À quelles autres obligations les PND devraient-elles être assujetties en ce qui concerne la négociation de produits visés par l'obligation de négociation sur une PND?

Réponse du CMIC : Le CMIC est d'avis que les ACVM doivent inclure dans leurs règles relatives aux PND la notion de compensation garantie permettant un meilleur accès au marché et un accès et un usage impartiaux

⁷ Giancarlo, *supra*, note 3 à la p. 30.

⁸ *Ibid*, p. 31.

⁹ *Ibid*.

de la plateforme. Les participants au marché qui exécutent des swaps censés être compensés sur une PND ne devraient pas être exposés à un risque lié au marché inutile en raison d'un délai d'attente indépendant de leur volonté directe ou de défaillances de crédit au niveau de la chambre de compensation ou de leur courtier en compensation.

La CFTC a largement clarifié la situation sur le marché en publiant un certain nombre d'instructions générales, les chambres de compensation étant tenues d'accepter ou de rejeter des opérations soumises à des fins de compensation dans les dix secondes et les swaps censés être compensés qui sont exécutés sur une PES et qui ne sont pas acceptés à des fins de compensation étant nuls ab initio (comme s'ils n'avaient jamais existé). La CFTC exige que les PES aient des règles à cet effet.

La compensation garantie exige le cadre de traitement direct (« TD ») et le cadre opérationnel nécessaire au règlement des opérations censées être compensées rejetées en raison d'erreurs opérationnelles. L'absence de ce cadre introduit un risque dans le système. Le cadre TD nécessaire doit comprendre des vérifications de solvabilité avant l'opération afin de veiller à ce qu'une opération de bonne foi soit exécutée sur une PND, à ce qu'une opération exécutée sur une PND soit envoyée électroniquement à la chambre de compensation et à ce que la chambre de compensation accepte ou rejette l'opération dans les dix secondes. Dans certains cas, le TD est impossible, notamment dans le cas d'opérations exécutées hors-PND qui sont alors ultérieurement saisies sur la PND, ou des opérations intégrées dont une composante est sur une PND et l'autre est exécutée hors-PND, qui doivent être examinées attentivement dans ce cadre. Un cadre opérationnel qui ne traite pas des opérations qui sont rejetées aux fins de compensation en raison d'erreurs d'écritures ou d'erreurs opérationnelles crée un autre risque lié au marché et à l'exécution, s'il n'est pas possible de resoumettre l'opération. Après qu'un participant au marché exécute un swap, le participant couvre son risque avec d'autres swaps. Si le swap est déclaré nul et que le participant ne peut le resoumettre, le participant ne sera pas adéquatement couvert et sera exposé à un risque non voulu quant à l'orientation du marché et/ou à l'exécution.

Généralités

Question 31 : Veuillez décrire les caractéristiques particulières des marchés de dérivés de gré à gré du Canada dont le Comité devrait tenir compte et qui pourraient justifier une divergence entre les règles canadiennes et celles en vigueur aux États-Unis et dans l'UE, notamment en ce qui concerne les obligations de transparence et de négociation. Veuillez indiquer les conséquences particulières de ces caractéristiques.

Réponse du CMIC :

Le marché canadien, comparativement au marché mondial, est très petit et offre une liquidité limitée. Le CMIC est d'avis que les autorités de réglementation devraient évaluer le marché des dérivés de gré à gré du Canada sur une période lui permettant de recevoir suffisamment de données fiables tirées des déclarations d'opérations et leur permettant d'évaluer rigoureusement s'il est nécessaire d'établir ou non des règles relatives aux PND au Canada et quelles devraient être ces règles. Le cas échéant, le CMIC ne croit pas qu'il soit économique ni avantageux de perdre du temps à élaborer des règles relatives aux PND si aucune opération ne sera suffisamment liquide pour être assujettie à une obligation de négociation sur une PND. Il serait malheureux et contre-productif de formuler des règles relatives aux PND au Canada qui découragent des PES étrangères de participer au marché canadien.

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 :

Banque de Montréal
Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (Canada)
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.
La Fédération des Caisses Desjardins du Québec
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
L'Office d'investissement des régimes de pensions du secteur public
Banque Royale du Canada
Financière Sun Life
La Banque de Nouvelle-Écosse
La Banque Toronto-Dominion