



Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Nova Scotia Securities Commission
Bureau des valeurs mobilières du Nunavut
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Office of the Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
Office of the Superintendent of Securities, Territoires du Nord-Ouest
Office of the Yukon Superintendent of Securities
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard

a/s : 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

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

Le 13 mai 2015

Objet : Projet de règlement 94-101 (le « projet de règlement ») et projet d'instruction générale relative au Règlement 94-101 (le « projet d'instruction générale ») sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale

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 projet de règlement et le projet d'instruction générale.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 : Bank of America Merrill Lynch, 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, 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, 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 Disponible à l'adresse suivante : https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20150212_92-101_roc-derivatives.pdf.

Observations générales

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 quant à la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale. Toutefois, compte tenu de la taille relativement modeste du marché canadien, nous sommes plutôt d'avis qu'une solution davantage fondée sur des principes serait plus efficace que la solution exclusivement fondée sur des règles énoncée dans le projet de règlement. Le CMIC soutient qu'une solution plus générale visant expressément les grandes entités financières qui sont des contreparties locales conviendrait au Canada et serait conforme à l'engagement qu'a pris le Canada dans le cadre du G20. L'Australie, autre territoire de taille comparable à celle du Canada, a adopté une solution plus générale pour son régime de compensation.³

Le CMIC prie instamment les autorités de réglementation canadiennes de réévaluer la façon dont elles envisagent la compensation obligatoire dans le marché des dérivés de gré à gré canadien. Le projet de règlement semble fondé sur l'hypothèse voulant que la compensation obligatoire pour l'ensemble, sauf les plus modestes, des utilisateurs finaux non financiers des dérivés de gré à gré crée le maximum d'avantages quant au risque systémique. Le CMIC s'inscrit en faux contre cette solution. Le projet de règlement étend l'obligation de compensation aux petites institutions financières (comme les régimes de retraite, les sociétés d'assurance, etc.), dont la vaste majorité sont effectivement des utilisateurs finaux de dérivés de gré à gré. Dans le contexte actuel, une telle solution soulèverait de sérieuses préoccupations quant à l'accès à la compensation à un coût raisonnable, à la complexité juridique, à l'augmentation des coûts et à des restrictions opérationnelles. Il convient de mentionner que bon nombre de négociants-commissionnaires en contrats à terme (« **NCCT** ») ont récemment abandonné le marché.⁴ En raison de la faiblesse des taux d'intérêt et de l'augmentation du fardeau de la réglementation qui touchent actuellement le marché, nombre de NCCT, notamment les plus modestes, sont aux prises avec une baisse des commissions et une augmentation des charges d'exploitation, notamment au titre de la conformité réglementaire.⁵ Autrement dit, les membres non compensateurs ont de plus en plus de difficulté à obtenir des services de compensation.

Soustraire les autres participants au marché de l'application du régime de compensation n'est pas seulement une affaire de fardeau de la réglementation.⁶ Le fait qu'il soit depuis peu de plus en plus difficile d'avoir accès à des services de compensation à un coût raisonnable milite en faveur d'une solution visant expressément les grandes entités financières qui sont des contreparties locales. Cette tendance s'observe non seulement par des abandons officiels du marché, mais aussi par des prix de couverture dissuasifs pour les plus petits participants au marché. Si les autres participants au marché sont assujettis à l'obligation de compensation, ils pourraient être incapables d'obtenir des services de compensation à un coût raisonnable et par conséquent être incapables de couvrir leurs risques opérationnels, ce qui augmente les risques globaux sur le marché des dérivés de gré à gré, au lieu de les diminuer. En soustrayant les autres participants au marché de l'application du régime de compensation, le CMIC soutient que les autres participants au marché seront vraisemblablement plus à même de pouvoir continuer de couvrir leurs risques.

Plus important encore dans l'analyse des avantages d'un régime de compensation qui vise expressément les grandes entités financières, c'est la concrétisation de son objectif fondamental qui consiste à établir un régime de compensation cherchant à atténuer le risque systémique. La mise en œuvre d'un régime de compensation obligatoire vise à atténuer le risque systémique sur les marchés des dérivés. Le CMIC soutient que l'objectif est réalisable en limitant le régime aux grandes entités financières. Les autres participants au marché, particulièrement les plus petits, par définition, ne posent pas de risque systémique. Il s'agit là d'un argument particulièrement important compte tenu de la nature évolutive du marché des dérivés tant au Canada qu'à l'échelle internationale, notamment la tendance récente et grandissante aux termes de laquelle plusieurs banques choisissent de se retirer du marché. Le marché des dérivés est de plus en plus caractérisé

³ Australian Government Proposals Paper, "Implementation of Australia's G-20 over-the-counter derivatives commitments: AUD-IRD central clearing mandate." July 2014. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Consultations%20and%20Reviews/Consultations/2014/Central%20clearing%20of%20OTC%20AUD/Key%20Documents/PDF/Proposals-Paper-20140707.ashx>.

⁴ (i) MarketsMedia. "FCMs to Exit Market." 11 June 2014.. Disponible à l'adresse suivante : <http://marketsmedia.com/fcms-exit-market/>
(ii) Rennison, Joe. Risk.net. "Nomura reviews viability of swaps clearing business." 24 April 2015. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.risk.net/risk-magazine/news/2405748/nomura-reviews-viability-of-swaps-clearing-business>.

⁵ Témoignage du commissaire J. Christopher Giancarlo devant le House Committee on Agriculture, Subcommittee on Commodity Exchange, Energy, and Credit des États-Unis, le 4 avril 2015, p.26. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagiancarlo-5>.

⁶ Par « autres participants au marché » nous entendons les contreparties qui sont des utilisateurs finaux ou des utilisateurs finaux effectifs et notamment les plus petites institutions financières, régimes de retraite et autres entités financières qui ne sont pas d'importance systémique qui ont recours aux dérivés simplement à des fins d'atténuation du risque opérationnel et ne participent pas à la tenue du marché.

et pressé par un accès continu à des services de compensation à un coût raisonnable et par une plus grande concentration des services de compensation entre un petit nombre de grandes banques de compensation. La réforme de la réglementation devrait viser à atténuer au maximum le risque systémique compte tenu des réalités du marché. Le CMIC soutient qu'il serait contre-productif en regard de l'objectif d'atténuation du risque systémique principal de la compensation de créer un régime qui encourage une plus grande concentration et décourage les autres participants au marché d'avoir accès à des services de compensation à un coût raisonnable. Le CMIC soutient que les autres participants au marché doivent pouvoir continuer de se protéger adéquatement contre leurs risques opérationnels. Ce point précis a été reconnu par les autorités australiennes et constitue l'une des principales raisons pour lesquelles elles ont décidé d'adopter un régime de compensation plus général visant expressément les grandes entités financières. Extrait du rapport de l'Australian Council of Financial Regulators, page 47 :

« [traduction] Les autorités de réglementation ne sont pas convaincues que l'introduction de la compensation par contrepartie centrale obligatoire des dérivés de gré à gré pour les non-courtiers en valeurs soit une affaire d'intérêt public... À quelques exceptions près, l'activité de non-courtiers en valeurs mobilières sur le marché des dérivés de gré à gré est relativement limitée et principalement motivée par des questions de couverture des flux de trésorerie et des risques sous-jacents. Ainsi, même si la compensation par contrepartie centrale par des non-courtiers en valeurs peut d'une certaine façon contribuer à la réduction du risque systémique, cette contribution serait vraisemblablement limitée. En effet, lorsque de petites institutions financières et particulièrement des entités non financières ont un accès limité à des actifs liquides pour respecter les obligations de marge initiale et de marge de variation de la contrepartie centrale, de nouvelles sources de risque pourraient émerger. »⁷

Le CMIC estime que la solution la plus appropriée en matière de compensation obligatoire au Canada devrait être davantage fondée sur des principes et graduelle. Le CMIC soutient à tout le moins que, initialement, le régime ne devrait si possible assujettir à l'obligation de compensation que les grandes institutions financières canadiennes qui sont des courtiers en valeurs mobilières sur le marché des dérivés de gré à gré, le temps d'établir des encouragements à la compensation et d'élaborer un plus large éventail de solutions de compensation.⁸ Il serait plus efficace et moins complexe de prendre le temps d'étudier au moins l'équivalent de trois années de données et de n'assujettir alors à l'obligation de compensation par contrepartie centrale que des contreparties d'importance systémique, au lieu d'assujettir à l'obligation de compensation tous les participants au marché et de recourir ensuite à des dispenses pour exclure des utilisateurs finaux. L'étude de trois années de données sur les opérations permettrait aussi aux autorités de réglementation d'étudier les variations du marché et d'évaluer le bien-fondé de nos sérieuses préoccupations concernant les plus petits participants au marché. Le CMIC soutient qu'une fois compilées les données sur les opérations pendant trois années, les ACVM pourraient les évaluer à la lumière des inconvénients de l'imposition d'une obligation de compensation aux autres participants au marché (notamment les plus petits participants au marché) compte tenu des diverses préoccupations susmentionnées, notamment, l'accès à des services de compensation à un coût raisonnable, les nouvelles solutions de compensation alors arrivées sur le marché, le cas échéant, l'absence de risque systémique important que posent ces participants au marché, le fardeau de la réglementation qui leur serait imposé et l'amélioration de l'atténuation du risque systémique en veillant à ce que ces participants au marché ne soient pas découragés de continuer de couvrir leurs risques opérationnels. Les inconvénients potentiels d'un régime de compensation universel doivent être mesurés par rapport à ce que nous soutenons être des avantages très marginaux et négligeables d'imposer aux autres participants au marché une obligation de compensation. Le CMIC estime par ailleurs qu'il serait approprié d'adopter une solution analogue à celle de l'Australie,⁹ qui n'impose aux grandes banques nationales et étrangères une obligation de compensation par contrepartie centrale qu'à l'égard de certains dérivés libellés en certaines

⁷ Council of Financial Regulators (Comprised of the Reserve Bank of Australia, the Australian Prudential Regulation Authority, the Australian Securities and Investments Commission, and The Treasury. "Report on the Australian OTC Derivatives Market". April 2014, pg. 3. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cfr.gov.au/publications/cfr-publications/2014/report-on-the-australian-otc-derivatives-market-april/index.html>.

⁸ Il s'agit d'une approche différente de l'approche progressive proposée par les ACVM pour le Règlement 94-101. Le CMIC propose de n'assujettir à l'obligation de compensation, si possible, que les grandes institutions financières qui sont des courtiers faisant en sorte qu'aucune dispense ne serait nécessaire.

⁹ *Supra*, note 3.

devises. Outre l'Australie, nous souhaiterions souligner que le Japon a aussi adopté un régime de compensation limité visant expressément les grandes entités financières.¹⁰

Un autre argument qui milite en faveur d'une solution davantage fondée sur des principes est que la solution fondée sur des règles actuellement proposée sera inévitablement incompatible avec le régime de compensation obligatoire aux États-Unis ou en Europe, ces deux régimes étant différents. La compensation obligatoire pour les contreparties locales canadiennes en vertu du projet de règlement divisera donc les marchés des dérivés de gré à gré canadiens et mondiaux. De plus, étant donné que la liquidité du marché canadien est largement tributaire des participants externes, une obligation de compensation canadienne qui vise soit des produits, soit des participants, qui ne sont pas assujettis à la compensation dans d'autres territoires, risque de faire fuir encore davantage les participants externes du marché canadien au préjudice de la liquidité et au profit d'une trop grande concentration. Le CMIC est d'avis que l'adoption d'une solution de compensation des opérations sur dérivés de gré à gré davantage fondée sur des principes, comme celle proposée ci-dessus, offrirait d'importants avantages en ce qui a trait à la gestion du risque systémique.

Le CMIC est aussi d'avis que des obligations de compensation ne devraient prendre effet au Canada que lorsque de telles obligations (y compris les produits visés par l'obligation de compensation) seront pleinement en vigueur dans les principaux territoires comme les États-Unis et l'Europe. La réforme du marché canadien plus modeste ne peut, en pratique, être à l'avant-garde de l'élaboration des règles en matière de compensation obligatoire. Les règles canadiennes doivent plutôt « s'intégrer » aux règles du marché mondial, notamment en vertu de Dodd-Frank et d'EMIR. Il y a un risque de division et de fragmentation entre les marchés canadiens et les marchés mondiaux si les règles canadiennes ne peuvent s'harmoniser pleinement avec les régimes étrangers ou s'en remettre à ceux-ci. Cette fragmentation pourrait pousser les capitaux mondiaux à fuir le marché canadien.

Finalement, les règles de compensation obligatoire canadiennes ne devraient entrer en vigueur qu'après l'entrée en vigueur des règles de compensation obligatoire dans d'autres principaux territoires parce qu'un délai additionnel permettrait d'élaborer un régime de conformité de substitution canadien efficace. Cette proposition, par exemple, prévoit que les règles de compensation en Europe constitueront des règles de compensation d'un territoire autorisé à des fins de conformité de substitution aux termes du paragraphe 5(5) du projet de règlement. De plus, par exemple, si les règles canadiennes devaient entrer en vigueur avant les règles de l'EMIR, les contreparties locales au Canada qui se préparent à la compensation obligatoire aux termes des règles de l'EMIR devraient alors compenser leurs opérations en vertu des règles canadiennes et pourraient ne pas disposer des ressources ou de la capacité technologique nécessaires pour le faire.

Observations portant expressément sur le règlement

Si les autorités de réglementation canadiennes décident de ne pas adopter une solution davantage fondée sur des principes comme le propose le CMIC ci-dessus, mais plutôt d'adopter une solution fondée sur des règles et d'aller de l'avant avec le projet de règlement, nous voudrions soumettre les observations suivantes.

1. Harmonisation

Comme nous l'avons mentionné dans nos lettres de réponse antérieures à d'autres projets de règles ayant trait aux dérivés de gré à gré, le CMIC est foncièrement d'avis que ces règles de compensation obligatoire doivent être harmonisées dans toutes les provinces. Autrement, si les règles diffèrent d'une province à l'autre, ces différences créeront de la confusion et pourraient même être incompatibles. C'est pourquoi, à cet égard, le CMIC soutient entièrement la solution d'une norme canadienne adoptée par les ACVM.

De plus, le CMIC est d'avis que les règles sur les dérivés de gré à gré doivent être cohérentes avec les règles de chacune des provinces. Par exemple, la définition d'« entité du même groupe » doit être la même. Nous observons notamment que la définition d'« entité du même groupe » dans le projet de règlement est différente de celle dans le dernier projet de norme multilatérale sur la déclaration des opérations.¹¹

En dernier lieu, aux fins d'établir quel type de dérivé doit être un dérivé obligatoirement compensable, le CMIC est d'avis qu'un dérivé ne doit être un dérivé obligatoirement compensable que s'il est un dérivé obligatoirement compensable aux États-Unis ou en Europe. Cela dit, toutefois, le CMIC soutient qu'un dérivé

¹⁰ Clifford Chance, "Recent developments in OTC derivatives regulations in Japan". Octobre 2014. Disponible à l'adresse suivante : http://www.cliffordchance.com/briefings/2014/10/recent_developmentsinotcderivative.html.

¹¹ Proposed Multilateral Instrument 91-101 "Derivatives: Product Determination" and Proposed Multilateral Instrument 96-101 "Trade Repositories and Derivatives Data Reporting". Disponible à l'adresse suivante : https://www.bscs.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy9/PDF/CSA_Multilateral_Notice_and_Request_for_Comment_January_21_2015/.

obligatoirement compensable aux États-Unis ou en Europe ne devrait pas de ce fait être un dérivé obligatoirement compensable au Canada.

2. Modifications à la législation sur les sûretés mobilières

Comme nous l'avons mentionné précédemment,¹² tout régime réglementaire proposé de compensation des dérivés de gré à gré au Canada est incomplet et inutilisable à moins que des modifications ne soient apportées à la législation provinciale sur les sûretés mobilières permettant l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés sur des espèces. On ne soulignera jamais assez l'importance de telles modifications. Aucun des modèles dont il est question dans le document de consultation (c.-à-d. le modèle de l'opération de contrepartie ou modèle de l'opération pour compte de tiers, ni aucun des quatre modèles de séparation) ne peut effectivement fonctionner convenablement sans ces modifications législatives. Si ces modifications ne sont pas apportées, les mécanismes de compensation ne pourront pas fonctionner efficacement et n'atteindront pas leur but visé. La mise en œuvre de ces modifications aura pour effet d'harmoniser la législation canadienne avec la législation sur les sûretés mobilières américaine à cet égard. Cette opposabilité est obligatoire dans les règles de compensation internationales. Si une sûreté sur des espèces est la seule forme de sûreté prescrite,¹³ l'absence d'un régime canadien quant à l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés sur des espèces réduira sans aucun doute sensiblement la capacité des participants au marché de compenser leurs opérations, les banques étrangères n'étant peut-être pas disposées à prendre ce risque, particulièrement dans des conjonctures difficiles. Par ailleurs, ce problème d'écart législatif ne touche pas seulement les marchés pour lesquels il y a compensation, il nuit également au marché des swaps non compensés.

D'un point de vue commercial, nous croyons savoir que l'absence de cette opposabilité et priorité à l'égard des sûretés sur des espèces oblige actuellement certaines banques et autres institutions financières mondiales à pratiquer des prix plus élevés sur les opérations mettant en cause des contreparties canadiennes, en compensation de ce risque canadien. Comme le territoire applicable est le siège social de la partie qui dépose une sûreté, la législation dans tous les territoires canadiens devrait idéalement être modifiée dans le même sens.

Le CMIC observe que l'Assemblée nationale du Québec a récemment adopté une loi¹⁴ sur cette question et prie instamment les autres provinces de lui emboîter le pas.

3. Établissement des dérivés compensables

La décision finale quant aux dérivés qui seront assujettis à une obligation de compensation est sans doute l'un des aspects les plus importants de la réforme du marché des dérivés compte tenu des répercussions sur le risque systémique. Le processus décisionnel devra faire l'objet d'un examen minutieux et d'une mobilisation de la part de l'ensemble des autorités de réglementation et des parties intéressées au Canada.

Comme il est mentionné dans l'avis et consultation des ACVM¹⁵ concernant le projet de règlement, les ACVM ont indiqué que, dans le cadre du processus de détermination des dérivés obligatoirement compensables, elles publieront pour consultation les dérivés qui devraient, selon elles, être obligatoirement compensables. Les ACVM indiquent en outre que « sauf au Québec », le processus de détermination devrait suivre le processus d'élaboration réglementaire habituel des ACVM. Les ACVM sont muettes quant au processus qui sera applicable au Québec si ce n'est que le processus de détermination sera « le fruit d'une décision ».

Le CMIC soutient le processus de consultation publique sur les dérivés que l'on se propose d'assujettir à une obligation de compensation. Le CMIC est toutefois d'avis que cette période de consultation doit être d'au moins 60 jours (pour toutes les provinces) et que cette exigence doit être expressément prévue dans le règlement. Le processus de détermination des dérivés obligatoirement compensables y gagnera en assurance et les participants au marché auront ainsi suffisamment de temps pour faire leurs observations.

¹² Document de consultation 91-404 des ACVM – Dérivés : Séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012fev10-91-404-cons-fr.pdf>.

¹³ Par exemple, voir (i) LCH Clearnet SwapClear Service Rule Book, Section 1.7 (Variation Margin) (April 13, 2015) (Disponible à l'adresse suivante : http://www.lchclearnet.com/documents/731485/762691/procedure+2c-ot-misc_changes_13-04-15.pdf/cfdf27b9-a9b6-4bcc-97ea-66925044fcd2) and (ii) the Prudential Regulators re-proposed rules regarding margin requirements for uncleared swaps, Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities, 79 Fed. Reg. 57348 (Sept. 24, 2014) (Disponible à l'adresse suivante : <http://www.occ.gov/news-issuances/federal-register/79fr57348.pdf>).

¹⁴ Projet de loi n° 28 : *Loi concernant principalement la mise en œuvre de certaines dispositions du discours sur le budget du 4 juin 2014 et visant le retour à l'équilibre budgétaire en 2015-2016*. Entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2016. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.assnat.qc.ca/fr/travaux-parlementaires/projets-loi/projet-loi-28-41-1.html>.

¹⁵ Projet de règlement, p. 1391.

4. Définition de couverture du risque commercial

L'article 4 du projet de règlement précise ce que l'on entend par détenir un dérivé à des fins de couverture ou d'atténuation du risque commercial. Le dérivé doit, entre autres conditions, établir une position qui a pour objet de réduire les risques liés à l'activité commerciale ou aux activités de financement de trésorerie de la contrepartie ou d'une entité du même groupe et remplir l'une des conditions énoncées aux sous-paragraphes a) et b). Le sous-paragraphes b) prévoit que le dérivé couvre les risques liés à l'incidence indirecte de la variation des taux d'intérêt, du taux d'inflation, des taux de change ou du risque de crédit sur la valeur, le prix, le taux ou le niveau des actifs, des services, des facteurs de production, des produits, des marchandises ou des passifs visés au sous-paragraphes a). La liste des risques visés à la fin du sous-paragraphes b) ne semble pas couvrir tous les risques pouvant avoir une incidence sur la valeur de ces actifs, services, facteurs de production, produits, marchandises ou passifs. Par exemple, des variations du prix des marchandises ou du cours des titres de capitaux propres n'y figurent pas et peuvent par ailleurs ne pas être visées par les autres facteurs énumérés au sous-paragraphes b). C'est pourquoi le CMIC recommande que le sous-paragraphes 4(1)b) du projet de règlement soit révisé et ainsi rédigé : « ... de la variation des taux d'intérêt, du taux d'inflation, des taux de change, du risque de crédit, **du prix des marchandises et du cours des titres de capitaux propres...** ».

5. Élargissement de la dispense pour les utilisateurs finaux

L'obligation de compensation des dérivés de gré à gré normalisés vise principalement à atténuer le risque systémique.¹⁶ Le CMIC est d'avis qu'obliger les autres participants au marché, notamment les plus petits participants au marché, qui concluent des opérations à des fins de couverture, à compenser ces opérations est inefficace et ne contribue à peu près pas à l'atténuation du risque systémique. Comme nous l'avons déjà indiqué dans notre lettre de réponse antérieure, et comme nous le faisons valoir ci-dessus dans nos « Observations générales », les petites institutions financières ne concluent à proprement parler des opérations sur dérivés que dans le cadre d'un service offert à leurs clients qui sont des prêteurs commerciaux, et couvrent alors ce risque avec un courtier en dérivés. Ces opérations sur dérivés ne sont donc pas de nature spéculative et, globalement contribuent à atténuer non seulement le risque pour les petites institutions financières elles-mêmes, mais aussi le risque systémique. Obliger les petites institutions financières à compenser ces opérations pourrait les empêcher de couvrir ces risques, au préjudice non seulement de l'institution financière, mais aussi du système financier canadien. De plus, les opérations conclues avec des clients prêteurs commerciaux d'une petite institution financière sont souvent garanties par des éléments d'actif non liquides dans le cadre d'une opération de prêt globale. Si une telle opération de couverture entre la petite institution financière et le courtier en dérivés doit alors être compensée, la petite institution financière ne peut pas simplement transmettre à son agent compensateur la sûreté reçue de son client et doit plutôt financer d'une autre manière la sûreté à déposer. Cette obligation entraîne des frais supplémentaires pour le client prêteur et risque de priver les plus petites institutions financières canadiennes de nombreuses occasions d'affaires.

Obliger toutes les petites entités financières à compenser obligatoirement leurs opérations crée des problèmes d'accès au marché. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, en raison notamment de l'augmentation des coûts et de la complexité de la réglementation, nous croyons savoir que des NCCT abandonnent le marché ou adoptent de nouveaux modèles de tarification des services de compensation trop onéreux pour les autres participants au marché. Ces abandons et modèles de tarification créent un obstacle important à l'accès à des services de compensation, particulièrement pour les plus petites entités financières.

Nous observons que Dodd-Frank¹⁷ prévoit une dispense de l'obligation de compensation pour les petites entités financières. Pour les motifs indiqués ci-dessus et dans notre introduction à la présente lettre sous la rubrique « Observations générales », nous pensons qu'une telle dispense est appropriée au Canada pour les autres participants au marché, y compris, notamment les petites entités financières. Le CMIC soutient que la forme précise de cette dispense doit être fondée sur des données, d'après un examen minutieux par les autorités de réglementation de l'équivalent de trois années de données des déclarations des opérations relatives aussi bien aux opérations compensées qu'à celles non compensées. De plus, comme nous l'avons indiqué ci-dessus, les ACVM devraient entreprendre un examen de ces données sur les opérations compte tenu des inconvénients énumérés ci-dessus. Sous réserve du résultat de cet examen des données sur les opérations et de l'appréciation de ces inconvénients par les autorités de réglementation, à titre de proposition initiale, le CMIC est d'abord d'avis que, le critère de l'actif étant toujours une possibilité, la dispense pour les autres participants au marché (notamment pour les plus petites entités financières) devrait être établie en

¹⁶ Avis et consultation des ACVM sur le projet de règlement 94-101. P. 1390.

¹⁷ Voir l'article 2(h)(7)(D)(i) de la loi intitulée *Commodity Exchange Act*.

fonction du volume des opérations compensées et non compensées, compte non tenu du volume des opérations qui ne devraient pas être assujetties à une obligation de compensation (par exemple, les opérations de change livrables). Ce n'est que lorsqu'il sera possible de se faire une idée exacte de ce que démontrent les données des déclarations des opérations que l'on pourra raisonnablement évaluer l'incidence d'un cadre approprié pour le régime de compensation obligatoire canadien. Comme nous l'avons recommandé dans nos observations en introduction ci-dessus, le CMIC recommande fortement, du moins au départ, d'établir un régime limité aux grandes entités financières qui sont des contreparties locales. Le CMIC recommande fortement aux autorités de réglementation canadiennes de réexaminer l'option d'une dispense de l'obligation de compensation pour les autres participants au marché, notamment les plus petits participants au marché.

6. Conformité de substitution

Le CMIC observe que seules des entités du même groupe dont les obligations sont garanties peuvent se prévaloir de la disposition de conformité de substitution du paragraphe 5(5) du projet de règlement et aucune autre entité organisée sous le régime de la législation d'une autre province visée par le projet de règlement. Ainsi, si une opération obligatoirement compensable est conclue entre une contrepartie locale de l'Ontario et une contrepartie locale de la Colombie-Britannique, l'opération doit être soumise à la compensation à une chambre de compensation qui est régie par la Colombie-Britannique et l'Ontario. Cependant, une chambre de compensation n'est pas toujours régie par les deux territoires. Par exemple, des chambres de compensation peuvent demander leur inscription seulement dans des provinces où se trouvent leurs membres compensateurs, plutôt que dans toutes les provinces où se trouvent tous les clients des membres compensateurs. En réalité, des chambres de compensation n'ayant de rapports qu'avec leurs membres compensateurs peuvent ne pas savoir où se trouvent tous ces clients.

De plus, si une opération obligatoirement compensable est conclue entre une contrepartie organisée sous le régime de la législation d'une province canadienne (par exemple, l'Ontario) et un courtier étranger qui est tenu de compenser cette opération en vertu d'une législation étrangère (par exemple, Dodd-Frank), ils ne peuvent se prévaloir de la disposition de conformité de substitution du paragraphe 5(5). De plus, l'agence de compensation choisie pour compenser l'opération aux termes de Dodd-Frank peut ne pas être reconnue aux termes de la législation de l'Ontario, pour la même raison que celle mentionnée dans le paragraphe qui précède (c.-à-d. le membre compensateur pour la contrepartie de l'Ontario peut aussi être un courtier étranger et la chambre de compensation ne demanderait donc pas la reconnaissance aux termes de la législation de l'Ontario). Dans ces circonstances, le courtier étranger serait forcé de trouver une chambre de compensation qui est reconnue dans les deux territoires et de demander de devenir un membre compensateur (ou de trouver un membre compensateur), ce qui aurait pour effet d'augmenter sensiblement les frais et la complexité de l'opération. Dans ces circonstances, le courtier étranger peut très bien juger que les coûts et la complexité ne justifient pas la conformité exigée et décider d'abandonner le marché canadien dont la liquidité, bien entendu, en souffrirait.

Le CMIC soutient que la conformité de substitution devrait s'appliquer au moins dans les deux cas précités. Autrement dit, le paragraphe 5(5) devrait aussi s'appliquer à une contrepartie locale qui est une contrepartie locale aux termes de l'alinéa a) de la définition de contrepartie locale et devrait aussi s'appliquer si l'opération est soumise à la compensation conformément à la législation d'un territoire visé par le projet de règlement (c.-à-d. la législation d'une autre province du Canada) ou conformément à la législation d'un territoire étranger visé aux alinéas 5(5)a) et b).

7. Approche progressive

Le CMIC soutient l'approche progressive du règlement sur la compensation obligatoire qu'ont adoptée les ACVM. Dans l'avis de consultation sur le projet de règlement, les ACVM demandent expressément des avis quant au seuil permettant de déterminer si une entité financière fait partie de la deuxième ou de la troisième catégorie. De l'avis du CMIC, il est difficile de fixer un seuil puisque seules les autorités de réglementation disposent de cette information. S'il est décidé qu'un seuil monétaire servira à cette détermination, le CMIC est d'avis que les autorités de réglementation canadiennes ne doivent fixer ce seuil qu'après un examen minutieux d'au moins trois années de données sur les opérations. Le CMIC souhaiterait toutefois proposer aux ACVM d'envisager une autre solution pour la détermination de ces entités fondée sur la compétence des parties. Le CMIC soutient que des parties qui sont des courtiers ou des courtiers réputés sont mieux informées et averties et seront plus à même d'accéder à des services de compensation (dans bien des cas, en fait, ont déjà accès à ces services de compensation). Le cadre précis des entités de la deuxième catégorie devrait aussi être fondé sur l'examen des données des déclarations d'opérations par les autorités de réglementation, notamment quant à distinguer les entités qui compensent déjà leurs opérations de celles qui

ne les compensent pas, et les seuils devraient être calibrés en fonction de ces données. De l'avis du CMIC, les types d'entités de la deuxième catégorie devraient comprendre, notamment les courtiers et courtiers réputés et les autres entités qui devraient y être incluses d'après une étude des données des déclarations des opérations pendant une période appréciable. En dernier lieu, et pour réitérer le point mentionné plus tôt, le CMIC soutient que le régime de compensation obligatoire ne devrait pas s'appliquer aux autres participants au marché.

8. Dispense pour opération intragroupe

Aux termes du projet de règlement, une contrepartie locale doit soumettre une annexe A1 à l'autorité de réglementation et préparer des états financiers consolidés pour pouvoir se prévaloir de la dispense pour opération intragroupe. Soumettre l'annexe directement à l'autorité de réglementation, plutôt qu'à un référentiel central de données, comme c'est le cas aux termes de Dodd-Frank, est excessivement coûteux en raison des multiples autorités de réglementation provinciales. Le CMIC recommande que l'annexe A1 soit soumise à un référentiel central de données approuvé.

De plus, l'obligation de préparer des états financiers consolidés peut ne pas être réalisable entre des entités du même groupe ayant des obligations comptables différentes qui ne doivent pas nécessairement faire l'objet d'une consolidation. Le règlement devrait donc permettre aux entités du même groupe qui ne consolident pas leurs états financiers en raison d'exigences comptables différentes de se prévaloir néanmoins de la dispense pour opération intragroupe.

Dans notre lettre de réponse précédente, nous demandions si l'information fournie dans l'annexe A1 est censée être confidentielle. Le projet de règlement est muet sur ce point. Le CMIC est d'avis que l'information fournie dans l'annexe A1 est de l'information sensible concernant l'identité des entités du même groupe et les conditions de l'opération. C'est pourquoi le CMIC soutient fermement que l'annexe A1 ne devrait pas être accessible au public et que le projet de règlement devrait en prévoir la confidentialité.

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
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
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
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