

Commentaires de

l'Association canadienne
des courtiers en valeurs mobilières

sur le document

« ENCADREMENT DES MARCHÉS
DES DÉRIVÉS AU QUÉBEC »

proposé par

l'Autorité des marchés financiers

Montréal
Août 2006

L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) accueille avec un grand intérêt la publication par **l'Autorité des marchés financiers du Québec (AMF)** du document intitulé **L'Encadrement des marchés des dérivés au Québec** (ci-après appelé « **le document** »). Ce document de consultation amorce un processus qui aboutira, s'il est entériné par le gouvernement, à une révision en profondeur de l'encadrement législatif et réglementaire des marchés d'instruments dérivés au Québec.

1. Une nouvelle approche prometteuse

Toutefois, l'approche retenue par l'AMF a potentiellement des implications à la fois plus larges que les marchés des dérivés et plus étendues que le marché du Québec.

- D'une part, le recours à une législation fondée sur les principes – par opposition à une loi d'abord normative – et l'allègement des processus d'approbation réglementaire sont des approches prometteuses non seulement pour les instruments dérivés, mais aussi pour l'ensemble des autres marchés de valeurs. Dans cette perspective, la mise en œuvre des recommandations du document constitue en quelque sorte un projet pilote qui pourra servir d'inspiration pour une réforme plus large de la réglementation canadienne en valeurs mobilières.
- D'autre part, la place que le Québec occupe dans les marchés canadiens des dérivés, du fait notamment que l'AMF agit à titre d'autorité principale d'encadrement de la seule bourse de dérivés financiers au Canada, fait en sorte que ses orientations législatives et réglementaires ont le potentiel d'établir ou d'infléchir les normes pancanadiennes dans ces marchés. Le fait que l'Ontario est à revoir sa propre législation en matière de dérivés souligne encore davantage l'intérêt de profiter de cette occasion pour harmoniser l'encadrement de ces marchés à l'échelle canadienne.

Bref, les enjeux soulevés par le document et les approches qu'il propose dépassent le cadre strict des marchés de dérivés. Ils témoignent en fait d'un renouvellement prometteur des approches traditionnelles en matière d'encadrement des marchés de capitaux.

Tout en soulignant ce potentiel intéressant, l'ACCOVAM concentrera ses commentaires sur le contenu spécifique du document. Il importe à cet égard de rappeler qu'il s'agit là de la première étape d'un processus. Les recommandations de l'AMF demeurent pour l'instant préliminaires ; ainsi en sera-t-il des réactions de l'ACCOVAM. Dans plusieurs cas, il faudra attendre le libellé exact des textes législatifs et réglementaires avant de se prononcer définitivement sur leur pertinence, sur leur portée ou sur leur validité.

L'ACCOVAM espère par conséquent qu'un éventuel processus législatif – incluant la préparation de la réglementation subséquente – incorporera lui aussi une étape de consultation du public et de l'industrie. Encore là, l'ACCOVAM espère que les autorités gouvernementales québécoise et ontarienne coordonneront leurs travaux et leurs calendriers législatifs respectifs pour faciliter une consultation élargie à cet égard. Une telle coordination entre les deux provinces créerait fort probablement les conditions favorables pour que la plupart des autres juridictions s'ajustent à cette démarche et harmonisent en temps opportun leurs cadres législatifs respectifs.

Dans ce contexte, l'ACCOVAM estime important que la mise en place de ce nouveau cadre législatif au Québec soit assortie d'une confirmation explicite des mécanismes en place en

matière d'autorité principale de réglementation dans le domaine des dérivés. L'établissement d'un nouvel encadrement des marchés de dérivés ne doit pas faire en sorte que les régimes en vigueur dans les juridictions canadiennes deviennent ou bien incompatibles, ou bien impossibles à gérer dans le cadre des mécanismes actuels de concertation entre régulateurs.¹ L'ACCOVAM estime que l'AMF devrait indiquer clairement ses orientations à cet égard, tant à l'intention du public investisseur et des organismes d'autoréglementation (OAR) qu'à celle des autres autorités de réglementation canadiennes.

2. L'intérêt d'une nouvelle loi distincte sur les dérivés

Il y aura bientôt dix ans, les bourses canadiennes concluaient une entente qui a fait en sorte que la Bourse de Montréal s'est spécialisée dans le marché des dérivés et a acquis le contrôle entier de la *Chambre canadienne de compensation des produits dérivés (CCCPD)*. Il était également prévu que la Bourse de Toronto (TSX) se retire du secteur des dérivés pour la durée de cette entente. Celle-ci va donc prendre fin en 2009 et rien n'assure qu'elle sera reconduite par les parties concernées. Par ailleurs, d'autres marchés qui ne sont pas partie à cette entente peuvent décider de s'implanter au Québec ou dans d'autres juridictions canadiennes, de concurrencer la Bourse de Montréal sur ses marchés actuels ou d'offrir de nouveaux produits.

Il importe donc de mettre en place un régime d'encadrement de dérivés qui soit à la fois suffisamment robuste et suffisamment flexible pour s'adapter à des marchés qui évoluent rapidement et à une grande variété de plans d'affaires proposés, que ce soit par des places de marché, par leurs participants ou par les intermédiaires qui font affaires dans le domaine des dérivés. Le régime d'encadrement doit aussi être adapté à des produits et à des stratégies de gestion de risques qui changeront rapidement et qui introduiront des innovations potentiellement très complexes. Il est par conséquent impossible de prévoir *a priori* tous les cas auxquels le régime d'encadrement devra s'appliquer ni, *a contrario*, tous ceux qui devront être exemptés de son application.

Pour ces raisons et pour celles invoquées dans le document, l'ACCOVAM souscrit totalement à l'approche proposée, à savoir une loi énonçant des principes à caractère général accompagnée d'outils réglementaires (règles, instructions complémentaires) qui en précisent la portée, définissent les dispositions proprement normatives découlant de ces principes et apportent des clarifications sur les exigences en matière de conformité.

Il pourrait s'avérer difficile de conjuguer dans une même loi une telle approche par principes avec celle qu'incarne l'actuelle *Loi des valeurs mobilières*, fondée d'abord et avant tout sur des prescriptions normatives. Un grand potentiel de confusion peut être engendré par une loi « hybride », tantôt prescriptive, tantôt par principes, et qui suppose en outre des équilibres à géométrie variable avec les instruments réglementaires.

Par conséquent, l'ACCOVAM appuie la proposition d'élaborer une nouvelle loi – la *Loi sur les dérivés* – qui soit distincte de la *Loi des valeurs mobilières*. Il faudra veiller, toutefois, à ce que le caractère distinct de cette loi contribue bel et bien à simplifier son application et à

¹ Cela n'empêcherait pas, toutefois, la mise en place de mécanismes alternatifs – que ce soit dans le cadre du régime de passeport mis de l'avant par les ACVM ou dans celui d'une restructuration des autorités de réglementation des marchés au Canada – pour autant que ceux-ci renforcent l'harmonisation de la réglementation et la coordination de son application.

clarifier les exigences en matière de conformité. Le recours à une approche par principes ne fait en effet pas partie des traditions législatives dans le secteur des valeurs mobilières au Québec – pas plus qu'ailleurs au Canada. Il faudra donc faire preuve de prudence et de transparence au moment de l'élaboration de la loi et des instruments normatifs qui l'accompagneront. Par conséquent, l'ACCOVAM propose que le processus législatif soit largement ouvert aux contributions des places de marché, des investisseurs et de l'industrie dès les étapes de rédaction législative et réglementaire, afin que ces derniers puissent se préparer adéquatement au « changement de culture » que risque d'incarner cette nouvelle loi.

Un autre motif pour appuyer l'élaboration d'une loi distincte sur les dérivés provient de la prochaine révision de la loi ontarienne (la *Commodities Futures Act*, ou *CFA*). Le régime ontarien est déjà fondé sur une loi distincte applicable à certains produits dérivés. Un comité mandaté par le gouvernement ontarien propose d'amender cette loi – et la loi ontarienne sur des valeurs mobilières – selon une approche très similaire à celle mise de l'avant par l'AMF dans son document. Dans ce contexte, les gouvernements du Québec et de l'Ontario devraient viser à ce que leurs lois respectives soient harmonisées au minimum, voire identiques partout où cela s'avère possible. À première vue, en effet, rien ne semble justifier des divergences significatives tant au niveau de la législation qu'à celui de la réglementation. Même les différences pouvant résulter du régime civiliste du Québec et du régime de *Common Law* ontarien semblent limitées, si tant est qu'il y en ait.

S'il s'avérait effectivement possible d'élaborer un régime d'encadrement effectivement harmonisé avec l'Ontario, l'ACCOVAM souhaite que les autorités québécoises prennent l'initiative de proposer aux autres juridictions canadiennes d'accorder leurs propres instruments législatifs et réglementaires à ce qui constituera alors l'incontournable référence au Canada en matière de produits dérivés.

3. Des fondements juridiques sûrs

Comme le souligne le document, l'un des principaux enjeux dans la mise en place d'une approche « par principes » est d'assurer la « certitude juridique » d'un régime où la loi énonce des principes et les outils réglementaires indiquent les prescriptions normatives et les règles d'interprétation. Il est toutefois un aspect de cette certitude juridique qui n'est pas directement traitée dans le document et qui mérite qu'on y prête une attention particulière.

En effet, les principaux utilisateurs d'instruments dérivés sont, et de loin, des institutions financières et des gestionnaires de fonds spécialisés qui ont des besoins précis en matière de couverture et de gestion de risques. Ces institutions ont le plus souvent recours à des instruments spécialisés définis sur mesure et négociés en quasi totalité au comptoir, dans des contrats bilatéraux. Plusieurs de ces institutions – notamment les banques et les sociétés d'assurance à charte fédérale – sont soumis à un régime d'encadrement prudentiel défini, entre autres, dans la législation fédérale sur les banques.

Le document tient compte de cette réalité en proposant un régime où la loi et ses principes établissent une définition générique « large » des instruments dérivés mais accordent du même souffle une exemption aux produits négociés au comptoir entre investisseurs avertis. Seules les transactions où le « bénéficiaire final » est un investisseur non averti seront couvertes par la loi et sa réglementation, étant entendue que l'AMF conservera toute

latitude d'intervenir dans tous les cas de fraude ou de manipulation avérées ou appréhendées.

En principe, cette approche semble appropriée et mérite d'être explorée. Il est toutefois possible qu'elle soulève des enjeux complexes et délicats lorsque viendra le moment de rédiger les textes législatifs et réglementaires. Par exemple, la seule inclusion des instruments dérivés principalement utilisés par les institutions de juridiction fédérale dans le périmètre d'une loi provinciale pourrait être interprétée comme *ultra vires* par des tribunaux, même si cette même loi prévoit des exemptions applicables à ces institutions et à leurs transactions.

L'ACCOVAM n'entend pas se prononcer sur d'hypothétiques questions de juridiction ni spéculer sur d'éventuelles contestations judiciaires. Elle tient toutefois à souligner que l'encadrement des marchés de dérivés doit établir clairement et sans ambiguïté les champs respectifs d'application du droit bancaire et du droit des valeurs mobilières. L'enjeu est double :

- D'une part, il faut assurer la certitude juridique nécessaire pour tous les intervenants et veiller à ce que les questions de juridictions aient été réglées autant que possible en amont par le législateur plutôt qu'en aval par les tribunaux.
- D'autre part, il faut éviter de mettre en place des régimes différents (de réglementation prudentielle et de réglementation de marché) qui engendrent une duplication des obligations de conformité ou, pire encore, qui comportent des exigences contradictoires pour les assujettis.

Ce faisant, il sera particulièrement important d'établir clairement les frontières entre les marchés de détail – qui constituent la principale cible des régulateurs de marché – et les marchés institutionnels – qui relèvent principalement des régulateurs prudentiels. Encore là, c'est à l'occasion de la rédaction des textes législatifs et réglementaires qu'il sera possible de vérifier si le critère du « bénéficiaire final » peut être effectivement traduit dans des textes légaux clairs et efficaces. L'ACCOVAM espère que ces choix se feront de façon transparente et que les intervenants concernés seront consultés à cette occasion.²

4. Deux conditions de réussite pour le modèle d'auto-certification

L'ACCOVAM appuie totalement la mise en place d'un régime d'auto-certification des décisions d'entités réglementées en vertu d'une éventuelle Loi sur les dérivés. En fait, l'ACCOVAM espère que cette initiative sera rapidement étendue aux autres secteurs des marchés de capitaux canadiens. Il est à noter, en particulier, que la *Commodities Futures*

² Le traitement réglementaire des transactions non sollicitées pour les produits dérivés devrait à cet égard faire l'objet de distinctions entre les marchés de détail et les marchés institutionnels. Alors que les investisseurs institutionnels ont les ressources pour analyser l'intérêt de telles propositions non sollicitées, il est important d'assurer que les investisseurs « au détail » puissent être convenablement protégés, surtout dans le cas où ces offres proviennent de l'extérieur du Québec ou du Canada. Dans de tels cas, il est important que le régime réglementaire établisse clairement que l'investisseur de détail dispose de droits et de recours identiques à ceux qu'il aurait s'il faisait affaires avec un intermédiaire assujetti à l'AMF ou à un autre régulateur faisant partie des ACVM

Trading Commission (CFTC) américaine a déjà implanté une telle méthode pour encadrer ses relations avec les OAR sous sa juridiction et que cette initiative est largement considérée comme ayant amélioré le régime d'encadrement de l'industrie des dérivés.

L'ACCOVAM estime qu'il est important d'accompagner cette mesure de certaines autres qui mettront en place les conditions pour faire de l'auto-certification une réussite au Canada. Plusieurs de ces conditions sont déjà mises de l'avant dans le document. Certaines méritent toutefois qu'on s'y attarde.

Tout d'abord, l'auto-certification des décisions d'OAR ne signifie pas que les régulateurs publics abandonnent leurs responsabilités : ils peuvent à tout moment dénoncer et invalider les règlements auto-certifiés, même après que ceux-ci aient été mis en vigueur par l'OAR. Ils peuvent en outre imposer une modification des règles en vigueur d'un OAR sous leur juridiction.

Cela signifie que, dans les faits, les OAR devront, pour toute modification autre que purement formelle (une erreur typographique, par exemple), avoir convenu avec le régulateur de la pertinence, de la nature et de la formulation des changements auto-certifiés. À défaut, les OAR s'exposeraient eux-mêmes – et exposeraient leurs membres et le public investisseur – à des changements potentiellement significatifs à peine quelque temps après l'entrée en vigueur de leurs nouveaux règlements pourtant auto-certifiés.

Pour que le processus d'auto-certification produise des améliorations notables dans les processus et des réductions sensibles dans les délais d'entrée en vigueur des règlements, il importe donc que les OAR et les régulateurs publics assurent entre eux une circulation efficace de l'information et consacrent les ressources nécessaires à l'examen *a priori* – et non seulement *a posteriori* – des décisions réglementaires auto-certifiables. En pratique, cela signifie que les OAR oeuvrant dans les marchés de dérivés devront trouver au sein des régulateurs publics des interlocuteurs en nombre suffisant et disposant de l'expertise nécessaire pour les appuyer dans leurs processus réglementaires.

À cet égard, l'intention exprimée par l'AMF de constituer une équipe interne dédiée aux marchés de dérivés – et disposant d'une expertise adaptée à l'environnement hautement technique de ces marchés – est une condition indispensable au succès d'un régime d'auto-certification. Cette condition est d'autant plus nécessaire qu'à l'heure actuelle l'AMF agit comme régulateur principal de la seule bourse et de la seule chambre de compensation oeuvrant dans les marchés canadiens de dérivés sur produits financiers³.

Une autre condition de réussite d'un modèle d'auto-certification réside dans les mécanismes de gouvernance des OAR disposant du pouvoir d'auto-certification. Un OAR qui détient le pouvoir d'auto-certifier ses propres règlements doit être perçu comme irréprochable au niveau de sa gouvernance et de la gestion des conflits d'intérêts potentiels – réels ou appréhendés – auxquels il pourrait être exposé.

³ La Bourse de marchandises de Winnipeg et sa chambre de compensation ne sont actives que dans certains marchés agricoles comme le canola et relèvent de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba. La plateforme de négociation NGX, basée à Calgary et appartenant au Groupe TSX, opère en vertu d'un régime d'exemption qui lui permet d'assurer la transaction de contrats de gaz naturel entre investisseurs professionnels. Dans ce cas, la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta agit à titre de régulateur principal. Ce rôle qui incombe à l'AMF souligne encore l'importance mentionnée précédemment de clarifier les orientations de l'autorité concernant le modèle de régulateur principal au Canada.

Les *Autorités canadiennes en valeurs mobilières* procèdent actuellement à une évaluation de l'encadrement des OAR sous leur juridiction, alors que l'ACCOVAM complète par ailleurs une profonde réorganisation de sa structure et de sa gouvernance. Ces processus doivent être pris en compte dans la mise en œuvre des orientations exprimées dans le document au niveau de la reconnaissance, de la gouvernance et de la supervision des « entités réglementées ».

Cette prise en compte doit non seulement couvrir les « associations de membres » mais couvrir également les places de marché – incluant les bourses mais aussi toutes celles couvertes par les normes pancanadiennes 21-101 et 23-101 – et les chambres de compensation. Dans ce dernier cas, l'encadrement doit non seulement couvrir les questions d'indépendance et de gouvernance, mais également les modèles de risque dans l'esprit des principes énoncés en cette matière par l'*Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV)*.

5. Une approche harmonisée et équilibrée en matière d'encadrement des intermédiaires

En matière d'encadrement des intermédiaires, il est extrêmement important que les orientations mises de l'avant dans le document demeurent compatibles avec les efforts que poursuivent actuellement les *ACVM* et les gouvernements des provinces pour harmoniser les règles d'inscription et déployer le régime de passeport. Si des exigences particulières à cet égard découlaient de la mise en place d'un régime d'encadrement des marchés de dérivés, elles devraient être incorporées dans un régime harmonisé à l'échelle pancanadienne.

En ce qui a trait aux exigences particulières en matière de formation, l'enjeu est de trouver un équilibre entre, d'une part, la nécessité de maintenir ou d'accroître le niveau d'expertise et la qualité des conseils professionnels disponibles parmi les intermédiaires au Québec (et au Canada) dans le domaine des dérivés et, d'autre part, l'objectif de ne pas surcharger inutilement les exigences de base en matière de formation pour des produits qui ne sont offerts à leur clientèle que par certains intermédiaires.

Encore là, l'ACCOVAM estime que ces discussions doivent se tenir dans le cadre plus large de l'harmonisation du régime d'inscription au Canada et espère que l'AMF – et le gouvernement du Québec – feront les représentations nécessaires dans le cadre de ces forums pancanadiens.

6. Conclusion

Comme nous l'avons souligné à quelques reprises parmi nos commentaires, le document de l'AMF constitue l'amorce d'un processus qui va nécessiter d'autres étapes de consultation. L'ACCOVAM appuie les orientations qui y sont énoncées et espère vivement que le gouvernement du Québec les entérinera en amorçant rapidement les travaux de préparation d'une Loi sur les dérivés et en la soumettant le plus rapidement possible à l'Assemblée Nationale.

Comme nous l'avons mentionné, ces travaux ne seront pas exempts d'embûches potentiellement importantes. La mise à contribution des experts du gouvernement, de

l'AMF, de l'industrie et des OAR sera donc nécessaire pour assurer la réussite de ce projet prometteur.

De toute évidence, l'ACCOVAM entend continuer à jouer pleinement son rôle d'organisme d'autoréglementation dans le domaine des dérivés au Québec et dans les autres juridictions canadiennes. Voilà pourquoi elle suivra avec grand intérêt l'élaboration et la mise en place subséquente de ce nouveau régime d'encadrement au Québec. Voilà également pourquoi elle souhaite qu'il serve de déclencheur à une harmonisation à l'échelle des autres juridictions et que son approche par principe puisse rapidement être élargie aux autres secteurs des marchés de capitaux au Canada.