

Autorités canadiennes en valeurs mobilières
Document de consultation 91-405 des ACVM
Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux

Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés

13 avril 2012

Dispense pour les utilisateurs finaux

Introduction

Le 2 novembre 2010, le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sur les dérivés (le « Comité ») a publié le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le « Document de consultation 91-401 »)¹. Ce document de consultation publique traitait de la réglementation du marché des dérivés de gré à gré et présentait des propositions générales à cet égard. Le Comité sollicitait les commentaires du public sur les propositions et a reçu les mémoires de 18 parties intéressées². Le Comité a continué de suivre les propositions réglementaires et l'évolution de la législation à l'échelle mondiale et d'y apporter sa contribution, ainsi que de collaborer avec les autres organismes de réglementation canadiens, la banque centrale et les participants au marché. Le présent document de consultation s'inscrit dans une série de huit documents donnant suite aux propositions réglementaires énoncées dans le Document de consultation 91-401 et présente un cadre pour l'élaboration, au Canada, de projets de règlements dispensant les utilisateurs finaux des dérivés de gré à gré d'un certain nombre d'obligations réglementaires.

Les dérivés de gré à gré sont négociés sur un marché réellement mondial qui ne peut être réglementé de façon efficace que par un effort global et concerté des organismes de réglementation à l'échelle internationale. Le Comité entend travailler avec les organismes de réglementation étrangers pour élaborer des règles conformes aux normes internationalement reconnues. Le marché canadien des dérivés de gré à gré est un petit segment du marché mondial et la majorité des opérations conclues par les participants au marché canadien font intervenir des contreparties étrangères³. Ainsi, il est essentiel que les règles établies pour le marché canadien concordent avec les pratiques internationales afin que les participants au marché canadien et les infrastructures du marché financier aient pleinement accès au marché international et soient réglementés conformément aux principes internationaux. Le Comité reconnaît aussi que le marché canadien des dérivés est particulier et nécessite une réglementation adaptée à l'économie et au marché du Canada. Il continuera d'observer l'élaboration de normes internationales et d'y participer et, en particulier, d'examiner les propositions de dispenses pour les utilisateurs finaux afin d'harmoniser adéquatement l'approche canadienne avec les normes sectorielles internationales en évolution.

Il est à souhaiter que le présent document suscitera des commentaires et des discussions qui aideront les membres des ACVM à établir de nouvelles politiques et une nouvelle réglementation dans ce domaine. Le Comité invite les intéressés à se prononcer.

Sommaire

La dispense pour les utilisateurs finaux serait ouverte aux participants au marché qui n'exercent pas l'activité de courtier en dérivés mais qui négocient des dérivés de gré à gré pour réduire les risques commerciaux découlant de leurs activités. Elle tient compte du fait que, généralement, ces utilisateurs finaux font des opérations sur dérivés de gré à gré à des fins de couverture et non de spéculation. Elle vise à ne pas dissuader les utilisateurs finaux de recourir aux dérivés de gré à gré s'ils ne souhaitent pas négocier de contrats normalisés et compensés par l'intermédiaire d'une personne inscrite en raison des coûts ou de l'absence de dérivés pouvant gérer efficacement le risque commercial.

¹ Ce document est accessible au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

² Les mémoires sont accessibles au public au <http://www.lautorite.qc.ca/fr/encadrement-marches-derives-qc.html>.

³ En décembre 2009, selon une enquête informelle menée par les six grandes banques canadiennes par l'intermédiaire du groupe consultatif sectoriel, la valeur notionnelle totale des opérations sur dérivés de gré à gré de ces banques s'établissait à 10,1 billions de dollars américains, soit moins de 2 % de l'ensemble des opérations sur dérivés de gré à gré. Parmi les contreparties avec lesquelles les six grandes banques canadiennes ont conclu leurs opérations, 78 % n'étaient pas canadiennes. Groupe consultatif sectoriel sur les dérivés de gré à gré, *Policy Paper: Developments in the Canadian Over-the Counter Derivatives Markets*, p. 7 et 8.

La dispense pour les utilisateurs finaux s'adresse à un segment particulier du marché sans compromettre l'objectif général du resserrement de la réglementation des dérivés de gré à gré. Les critères ouvrant droit à la dispense doivent donc être précis mais aussi suffisamment souples pour s'adapter aux changements sur les marchés.

Le présent document expose la position du Comité en ce qui concerne l'application de la dispense, les critères y ouvrant droit, les critères qui ont été étudiés mais exclus, ainsi que la procédure à suivre pour se prévaloir de la dispense.

Consultation

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prendra fin le 15 juin 2012.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca).

Veillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Saskatchewan Financial Services Commission

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres autorités.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Derek West
Directeur du Centre d'excellence en dérivés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Kevin Fine
Director, Derivatives Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8109
kfine@osc.gov.on.ca

Doug Brown
General Counsel and Director
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-0605
doug.brown@gov.mb.ca

Michael Brady
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
604-899-6561
mbrady@bcsc.bc.ca

Debra MacIntyre
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403-297-2134
debra.macintyre@asc.ca

Susan Powell
Conseillère juridique principale
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
506-643-7697
susan.powell@nbsc-cvmnb.ca

Abel Lazarus
Securities Analyst
Nova Scotia Securities Commission
902-424-6859
lazaruah@gov.ns.ca

Objectifs réglementaires considérés par le Comité relativement à la dispense pour les utilisateurs finaux

Comme il est indiqué dans le Document de consultation 91-401, le projet d'encadrement réglementaire du marché des dérivés de gré à gré vise à renforcer l'infrastructure des marchés financiers et à honorer les engagements du G20. Pour l'élaborer et atteindre ces objectifs, nous étudions la possibilité de réglementer ce marché par l'établissement d'obligations en matière notamment d'inscription, de négociation, de compensation, de marges, de fonds propres, de garanties et de déclaration des opérations à un référentiel central de données. Les propositions relatives à l'utilisation d'un référentiel central de données, à la surveillance et à l'application de la loi ainsi qu'à la séparation et à la transférabilité ont déjà été publiées. Les propositions relatives aux autres thèmes seront traitées dans les documents de consultation à venir.

On s'accorde généralement à dire qu'il y a lieu de ne pas appliquer les obligations réglementaires proposées à une catégorie restreinte d'utilisateurs finaux de dérivés de gré à gré, à savoir ceux qui se servent de ces contrats pour se protéger contre les risques découlant de leurs activités. Les modalités de ces contrats sont négociées entre les parties en fonction des besoins des utilisateurs finaux. Le peu d'activité de ces utilisateurs par rapport à l'ensemble du marché et l'exposition totale qui résulte des contrats conclus par un utilisateur donné ne représentent pas un risque important pour nos marchés et pour l'économie. Qui plus est, les utilisateurs finaux n'exercent pas l'activité de courtier en dérivés de gré à gré à des fins de spéculation.

Le Comité estime, et les intervenants qui ont réagi au Document de consultation 91-401⁴ abondent dans le même sens, que certaines des nouvelles obligations réglementaires envisagées pour le marché des dérivés de gré à gré seraient inadéquates pour les utilisateurs finaux (au sens du présent document) pour deux raisons :

- a) le resserrement des obligations réglementaires pourrait rendre l'utilisation des dérivés de gré à gré onéreuse et contraignante pour les utilisateurs finaux qui cherchent à couvrir ou à réduire les risques découlant de leurs activités;
- b) à certaines exceptions près, l'imposition de nouvelles obligations réglementaires aux utilisateurs finaux ne sert pas l'objectif de réduction du risque systémique.

Le Comité recommande de mettre en œuvre pour les utilisateurs finaux une dispense de la plupart des obligations réglementaires proposées, notamment en matière d'inscription, de négociation, de compensation, de marges, de fonds propres et de garanties. Ces obligations sont ou seront décrites de façon plus détaillée dans les autres documents de consultation. Les opérations sur dérivés de gré à gré exécutées par des utilisateurs finaux qui choisiront de se prévaloir de la dispense ne seront pas assujetties aux obligations réglementaires en matière de compensation, de fonds propres et de garanties. Cela n'empêche pas les parties qui concluent des dérivés avec des utilisateurs finaux de négocier des conditions exigeant la compensation centrale ou la constitution de marges et de garanties pour l'exécution de ces contrats.

La dispense pour les utilisateurs finaux est destinée aux participants au marché qui ne sont pas tenus de s'inscrire pour les raisons suivantes :

- a) ils n'exercent pas l'activité de courtier en dérivés;
- b) ils sont dépourvus d'importance systémique pour le marché.

La défaillance d'un participant au marché dépourvu d'importance systémique pourrait occasionner des pertes aux parties aux contrats mais ne causerait pas de dommages importants au marché dans son ensemble ni ne le perturberait notablement. Le marché pourrait la supporter grâce à sa profondeur ou à sa liquidité.

⁴ Note 2 ci-dessus.

Portée de la dispense pour les utilisateurs finaux y ayant droit

La dispense pour les utilisateurs finaux serait ouverte aux participants au marché y ayant droit qui se servent des dérivés de gré à gré pour réduire les risques découlant de l'exercice de leurs activités. Elle se veut la reconnaissance du fait que ces utilisateurs finaux se servent de dérivés de gré à gré à une fin précise, soit la réduction des risques découlant de leurs activités ordinaires, et qu'ils ne posent pas de risque systémique pour le marché. Le choix de se prévaloir de la dispense revient aux utilisateurs finaux, qui peuvent également, s'ils le souhaitent, accéder aux marchés réglementés par l'intermédiaire d'une personne inscrite ou au moyen de contrats normalisés ou compensés.

Les utilisateurs finaux ayant droit à la dispense seront dispensés d'une grande partie des nouvelles obligations réglementaires applicables aux participants au marché des dérivés de gré à gré, mais devront déclarer leurs opérations à un référentiel central de données.

Le Comité estime qu'il convient d'imposer la déclaration des opérations même aux utilisateurs finaux dispensés parce que la surveillance des marchés financiers canadiens doit tenir compte de la taille et de la structure de l'ensemble du marché intérieur, y compris du segment des utilisateurs finaux. L'obligation de déclarer les opérations à un référentiel central de données assurera aux organismes de réglementation un meilleur accès à l'information dont ils ont besoin pour évaluer l'efficacité de la dispense. Elle leur procurera aussi de l'information importante pour détecter les comportements fautifs sur les marchés. Faire en sorte que les personnes qui se prévalent de la dispense pour exécuter des opérations sur dérivés de gré à gré les déclarent toutes posera probablement des défis, mais le Comité estime que l'information recueillie serait suffisamment importante pour justifier la déclaration des opérations par les utilisateurs finaux.

Q1 : Les obligations de déclaration restreindraient-elles particulièrement l'accès des utilisateurs finaux ou d'une catégorie d'utilisateurs finaux au marché des dérivés? Veuillez décrire les difficultés auxquelles ils pourraient faire face.

Critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux

En réponse au Document de consultation 91-401, un intervenant⁵ affirme qu'au lieu de définir les critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux, il faudrait l'accorder à tous les participants au marché, à l'exception de ceux qui sont désignés comme ne pouvant y avoir droit ou qui sont obligés de demander une dispense d'inscription autre que la dispense pour les utilisateurs finaux. Les sociétés financières, par exemple, n'auraient pas droit à la dispense.

Le Comité a considéré cette solution mais l'a rejetée pour les raisons suivantes :

- a) en l'absence d'information détaillée sur l'activité de marché des participants, les organismes de réglementation auraient davantage de difficulté à déterminer si ces derniers ont droit à la dispense;
- b) la réglementation devrait inciter les participants au marché à se tourner d'abord vers les marchés réglementés et les contreparties centrales; or une dispense trop générale pour les utilisateurs finaux ne cadre pas avec cet objectif;
- c) cette solution serait incompatible avec les règlements proposés à l'étranger.

Le Comité recommande d'élaborer des critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux. Il reconnaît cependant qu'il est difficile de définir tous les critères appropriés en l'absence

⁵ Hunton & Williams – The Working Group of Commercial Energy Firms
<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-working-group-commercial-energy-csa.pdf>.

de données de marché précises. Ces données ne seront pas disponibles tant que les obligations de déclaration au référentiel central de données ne seront pas en application.

Le Comité est disposé à considérer des exclusions de certaines règles s'il existe un motif valable de les accorder. Les exclusions de règles sont abordées dans les documents de réflexion déjà publiés par le Comité ou le seront dans les documents à venir. Les participants au marché qui n'ont pas droit à la dispense pour les utilisateurs finaux sont invités à consulter ces documents pour déterminer s'il existe une autre dispense.

Outre l'information sur le marché canadien et ses participants recueillie dans les réponses au Document de consultation 91-401, le Comité a, en élaborant ses propositions, considéré l'applicabilité des projets de règlements publiés aux États-Unis par la Commodity Futures Trading Commission (CFTC)⁶ et en Europe par la Commission européenne.

On trouvera ci-après le résumé de la position actuelle du Comité en ce qui concerne les critères appropriés ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux.

- i) L'utilisateur final réalise des opérations pour son propre compte et n'est ni une personne inscrite ni un membre du même groupe qu'une personne inscrite*

Le Comité estime que l'utilisateur final négocie des dérivés de gré à gré pour son propre compte, ce par quoi on entend les opérations initiales effectuées pour gérer les risques découlant de l'exercice de ses activités et les opérations effectuées pour dénouer ces positions, même si certaines d'entre elles sont faites avec la même partie.

Les participants au marché qui exercent l'activité de courtier ou de conseiller en dérivés de gré à gré pour le compte d'autrui n'auront pas droit à la dispense pour les utilisateurs finaux et devront remplir les obligations d'inscription. Le Comité publiera un document distinct sur les questions soulevées par l'inscription, notamment sur ce qu'on entend par exercer l'activité de courtier ou de conseiller en dérivés de gré à gré.

- ii) L'utilisateur final n'est pas une institution financière*

Le Comité estime que l'utilisateur final n'est pas une institution financière. La dispense ne serait pas ouverte aux institutions financières ni aux participants au marché qui exercent des activités analogues à celles d'une institution financière. Cependant, il se peut que certaines institutions financières ou certains participants au marché n'aient pas à remplir toutes les obligations réglementaires qui sont proposées, avec les limitations applicables aux institutions financières, dans les documents de consultation publiés ou qui le seront dans les documents à venir.

Le Comité a également envisagé de prévoir une dispense pour les petites institutions financières similaire à celle que la CFTC a proposée dans ses projets de règlements⁷. Cependant, tant que nous ne disposerons pas de données de marché suffisantes (à venir probablement du référentiel central de données proposé), nous n'aurons pas de méthode objective pour définir ce que serait une petite institution financière qui pourrait être dispensée sans nuire au marché des dérivés de gré à gré au Canada.

- iii) Opérations de couverture visant à réduire le risque commercial découlant des activités des participants au marché*

Le Comité considère que l'utilisateur final exécute des opérations sur dérivés de gré à gré pour réduire les risques découlant de l'exercice de ses activités. C'est ce que l'on appelle communément des opérations de couverture. En revanche, les participants au marché qui négocient des dérivés pour générer un profit, c'est-à-dire les spéculateurs, ne seront pas

⁶ FR Doc 2010-31578 [Federal Register: December 23, 2010 (Volume 75, Number 246)] Page 80747-80758.

⁷ Les règlements proposés par la CFTC prévoient une dispense pour les petites banques, les associations d'épargne, les institutions de crédit agricole et les caisses de crédit ayant des actifs d'au plus 10 milliards de dollars américains.

considérés comme des utilisateurs finaux ayant droit à la dispense et pourraient être tenus de s'inscrire. La spéculation n'a pas pour objet de réduire le risque commercial découlant de l'exercice d'une activité mais relève d'une stratégie de négociation indépendante des autres aspects de l'entreprise.

Toute définition de la couverture visant à déterminer si un participant au marché a droit à la dispense pour les utilisateurs finaux devra circonscrire les opérations qui ne sont réellement exécutées que pour réduire le risque commercial découlant de l'exercice d'une activité. Les opérations sur dérivés doivent concerner précisément le risque couvert et devraient être raisonnablement considérées comme un bon moyen de gérer le risque. Le Comité convient qu'il sera nécessaire de fournir des indications claires concernant les opérations qui réduisent le risque commercial découlant de l'exercice d'une activité pour permettre aux utilisateurs finaux de se prévaloir de la dispense.

La définition de la couverture devrait comprendre les positions qui sont traitées en comptabilité comme des couvertures ainsi que les autres positions dont on peut démontrer, au moment du déclenchement de l'opération, qu'elles sont détenues pour réduire le risque de perte découlant d'une activité exercée par l'utilisateur final. Le Comité recommande que la définition ne se limite pas à la signification comptable pour l'application de la réglementation. Dans son mémoire présenté en réponse au Document de consultation 91-401⁸, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières affirme que la définition de la couverture devrait reposer sur le traitement comptable de l'opération. Selon elle, avec le temps, cela aurait pour effet d'inciter les sociétés non financières à se tourner vers les dérivés normalisés. Le Comité estime toutefois que cette proposition est trop restrictive et qu'elle exclurait les utilisateurs finaux qui font des opérations conformes aux objectifs réglementaires de la dispense. Par ailleurs, elle est incompatible avec la notion de « réduction du risque commercial » proposée dans les règlements de la CFTC, parce que celle-ci renvoie à la réduction des risques commerciaux découlant de la variation de la valeur des actifs, des passifs, des services, des taux de change et des taux d'intérêt.

Par conséquent, le Comité est d'avis que la définition de la couverture devrait comprendre la notion habituelle de couverture et celle de « réduction du risque commercial ».

Le groupe de travail mis sur pied par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) de la Banque des règlements internationaux et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) relativement aux principes de réglementation et de supervision des marchés de dérivés sur marchandises a défini la couverture comme suit en ce qui a trait à ces dérivés⁹ :

[Traduction] **Couverture** – *Chaque pays peut avoir une conception différente de ce qui constitue une opération de couverture admissible. Sans limiter le pouvoir de quelque pays que ce soit d'adopter sa propre définition, on peut dire de manière générale qu'une opération de couverture consiste à prendre, sur un dérivé sur marchandise, une position de sens contraire à une position détenue sur le marché au comptant pour réduire le risque de perte financière découlant d'une baisse du cours ou pour gérer tout autre risque.*

Par exemple, le terme « couverture » pourrait s'entendre de la conclusion d'une opération ou d'une série d'opérations sur dérivés et du maintien de toute position qui en résulte si les conditions suivantes sont réunies :

1. *l'effet escompté de l'opération ou de la série d'opérations est :*

⁸ <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/investment-industry-association-canada.pdf>.

⁹ Rapport CSPR-OICV FR07/11, *Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets*, Rapport du Comité technique de l'OICV (15 septembre 2011), disponible au <http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=pubdocs>.

- a) *soit de compenser ou de réduire un risque de fluctuation de valeur d'un élément sous-jacent ou d'une position, ou de tout groupe de ceux-ci;*
 - b) *soit de substituer au risque sur une devise un risque sur une autre devise, pour autant que la valeur globale du risque de change auquel est exposé l'opérateur ne soit pas augmentée par la substitution;*
2. *l'opération ou la série d'opérations a pour effet de créer un degré élevé de corrélation négative entre les fluctuations de la valeur du sous-jacent ou de la position couverts, y compris un groupe de ceux-ci, et les fluctuations de la valeur des dérivés employés pour couvrir la valeur des sous-jacents ou positions;*
 3. *il est raisonnable de croire que l'opération ou la série d'opérations vise tout au plus à compenser l'effet des fluctuations de cours sur le sous-jacent ou la position couverts, ou sur le groupe de sous-jacents ou de positions couverts.*

Le Comité y voit une bonne façon de décrire les opérations destinées à réduire le risque commercial découlant de l'exercice d'une activité pour l'application de la dispense pour les utilisateurs finaux. Il fait remarquer que la *Loi sur les instruments dérivés* du Québec contient sensiblement la même définition.

Cette définition s'articule autour de l'objet et de l'effet globaux de l'activité de négociation. Le participant au marché qui réalise une opération de couverture ne se verrait pas refuser la dispense pour les utilisateurs finaux s'il ne constitue pas une couverture parfaite. Ce serait également le cas de l'utilisateur final qui exécute plusieurs opérations dans le cadre d'une stratégie de couverture. Dans certains cas, les utilisateurs finaux pourraient avoir droit à la dispense même si on peut considérer que certaines de leurs opérations ne sont pas des opérations de couverture, du moment qu'il existe des motifs commerciaux raisonnables de conclure qu'elles font partie d'une stratégie de couverture. L'exécution d'opérations pour réduire le risque commercial découlant de la détention et de la négociation de marchandises (ce qui est courant, notamment, dans le secteur pétrolier et gazier) donnerait aussi droit à la dispense dans la plupart des cas, sauf si les utilisateurs finaux n'y ont pas droit pour d'autres raisons.

C'est au moment de l'exécution de l'opération envisagée que l'on détermine si le participant au marché est un opérateur de couverture qui a droit à la dispense pour les utilisateurs finaux. S'il a effectué des opérations spéculatives sur dérivés de gré à gré dans le passé, la dispense ne lui sera pas refusée, du moment que ces positions ne sont plus ouvertes.

iv) Gestion centralisée du risque et opérations intragroupe

L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA)¹⁰ et l'Association canadienne des compagnies d'assurance de personnes inc.¹¹ indiquent dans leurs mémoires qu'il se trouve des situations dans lesquelles les activités de couverture à l'aide de dérivés de gré à gré sont exercées au sein d'un groupe pour couvrir les risques d'entreprise d'une entité ou d'une série d'entités y appartenant. Le Comité estime que les objectifs réglementaires qui sous-tendent la dispense s'appliqueraient aux sociétés du même groupe qui font des opérations entre elles, du moment qu'elles remplissent toutes les critères ouvrant droit à la dispense. Cependant, il n'a pas encore déterminé si cette possibilité sera précisée dans le libellé de la dispense ou s'il sera nécessaire que les participants au marché demandent aux organismes de réglementation de leur accorder une dispense sur le fondement des critères pertinents.

¹⁰ <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/antérieures/derives/comment-intern-swaps-derivat-asso.pdf>.

¹¹ <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/antérieures/derives/comment-canada-life-health-insur-asso.pdf>.

v) *Grands participants au marché des dérivés*

Il peut se trouver des utilisateurs finaux qui exécutent des opérations pour compte propre principalement pour réduire le risque commercial et non pour générer un profit, mais qui sont néanmoins des participants clés au marché ou dont la défaillance représenterait un risque systémique pour le marché de par la taille ou l'importance de leurs opérations pour le marché dans son ensemble. Les participants au marché qui tombent dans la catégorie des grands participants au marché des dérivés n'auront pas droit à la dispense et devront s'inscrire. Le document de consultation sur l'inscription indiquera les situations dans lesquelles ils seront tenus de s'inscrire ainsi que les obligations qui leur incomberont.

La dispense pour les utilisateurs finaux envisagée à ce stade comporte certains éléments de principes sur lesquels les organismes de réglementation fourniront des indications, qu'il faudra probablement ajuster au fil du temps, ainsi que la dispense, afin que celle-ci demeure compatible avec les objectifs réglementaires.

Recommandation

Le Comité estime que ces critères, combinés aux indications fournies, au besoin, par les organismes de réglementation, devraient aboutir à une dispense pour les utilisateurs finaux que les participants au marché pourront comprendre facilement et raisonnablement et les organismes de réglementation appliquer de la même façon.

Q2 : Les critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux proposés par le Comité sont-ils adéquats?

Q3 : Faudrait-il envisager des critères différents ou supplémentaires?

Critères finaux non considérés pour ouvrir droit à la dispense pour les utilisateurs finaux

Le Comité a également envisagé mais rejeté les critères suivants pour donner ouverture à la dispense pour les utilisateurs finaux :

i) *Dispense en fonction du volume ou de la valeur notionnelle des opérations*

Le Comité a étudié la possibilité d'inclure une forme de critère *de minimis* fixant les seuils maximaux à atteindre, en matière de négociation de dérivés de gré à gré, pour avoir droit à la dispense pour les utilisateurs finaux. Les seuils pourraient être la valeur maximale des contrats négociés ou un pourcentage maximal d'opérations dans un marché ou un secteur défini. L'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières soutient qu'aucune société non financière ne devrait se voir refuser la dispense uniquement en raison de sa taille et du volume d'opérations. D'autres intervenants ont soulevé la possibilité d'établir des seuils sans toutefois les quantifier.

Le Comité a conclu qu'il n'est pas indiqué pour le moment d'assortir la dispense d'un seuil fixé en fonction du volume ou de la valeur nominale des opérations. Tout seuil devrait être fixé à un niveau tel que les participants au marché qui ont ou, en cas de défaillance, pourraient avoir une incidence importante sur le marché n'aient pas droit à la dispense pour les utilisateurs finaux. En l'absence de données de marché exhaustives, le Comité n'est pas en mesure de recommander un seuil d'opérations comme critère de la dispense proposée.

ii) Dispenses sectorielles

Le Comité n'a pas envisagé de dispenses propres à certains secteurs d'activité dans le Document de consultation 91-401, mais la CFTC en a proposé. Par exemple, les manufacturiers qui financent l'achat de leurs produits par le truchement de sociétés du même groupe et les petites institutions financières jouissent d'une dispense des obligations réglementaires. Sauf en ce qui concerne certaines opérations intragroupe limitées (voir ci-dessus), le Comité est d'avis que proposer une telle dispense à ce stade risquerait de compromettre les objectifs du projet de cadre réglementaire car il serait difficile de mesurer son incidence sur le marché dans son ensemble.

Le Comité a conclu qu'il sera nécessaire d'observer le fonctionnement des marchés et l'incidence des nouvelles règles sur certains secteurs pour déterminer s'il conviendra d'ajouter des dispenses sectorielles ultérieurement.

iii) Contrats normalisés et compensation

Le Comité s'est demandé s'il faudrait limiter le droit à la dispense en subordonnant son octroi à des critères encourageant l'utilisation de contrats normalisés et la compensation des dérivés, dans la mesure du possible. On pourrait notamment s'approcher de cet objectif en limitant le recours à la dispense lorsque des contrats normalisés sont disponibles sur le marché.

Le Comité a relevé plusieurs raisons de conclure que la dispense serait trop restrictive si elle exigeait que les utilisateurs finaux y ayant droit recourent à des contrats normalisés lorsque disponibles ou à la compensation lorsque faisable :

- a) la dispense vise à faciliter l'exécution d'opérations à une fin particulière par une catégorie restreinte de participants au marché qui pourraient choisir de ne pas en exécuter, et donc de ne pas gérer efficacement le risque découlant de leur activités, si des obligations supplémentaires leur étaient imposées; le Comité craint que l'ajout d'obligations ne convienne pas à cet objectif et ne soit préjudiciable au marché dans son ensemble;
- b) il serait difficile de détecter les opérations effectuées sous le régime de la dispense qui auraient dû être faites sur contrats normalisés ou compensées, et cet exercice nécessiterait d'importantes ressources qu'il serait plus fructueux d'employer, selon le Comité, à la réalisation des objectifs de la réglementation des marchés de dérivés de gré à gré;
- c) les forces du marché fourniront probablement des occasions de créer de contrats normalisés dans les situations où il y existe un volume suffisant d'opérations sur contrats de gré à gré; d'autres incitations et avantages peuvent être prévus dans d'autres règlements pour rendre l'utilisation de contrats normalisés avantageuse pour les utilisateurs finaux et encourager la compensation de ces opérations;
- d) obliger les utilisateurs finaux ayant droit à la dispense à faire passer leurs couvertures aux produits normalisés fera augmenter leurs frais sans réduction correspondante du risque systémique;
- e) permettre aux utilisateurs finaux ayant droit à la dispense de continuer à exécuter des opérations sur contrats non normalisés ou « sur mesure » (conçus pour compenser précisément un risque commercial) réduit le risque qu'ils assument lorsqu'un contrat normalisé ou compensé ne couvre pas adéquatement leur risque, autrement dit, lorsqu'il n'existe aucun produit normalisé constituant une couverture vraiment équivalente.

Pour ces raisons, le Comité a conclu que les utilisateurs finaux ayant droit à la dispense ne devraient pas être tenus d'exécuter leurs opérations sur contrats normalisés. Il recommande de

faire le suivi de la façon dont les utilisateurs finaux se servent de la dispense afin de veiller à ce qu'elle ne nuise pas au développement et à l'utilisation de contrats normalisés et compensés.

Recommandation

La possibilité d'inclure le volume d'opérations, la valeur et le secteur comme critères de la dispense pour les utilisateurs finaux démontre l'importance d'exiger la déclaration de toutes les opérations à un référentiel central de données. Les données recueillies de cette façon permettront d'approfondir l'analyse du fonctionnement du marché des dérivés de gré à gré et aideront les organismes de réglementation à déterminer s'il est possible d'ajouter des critères à la dispense sans introduire de risques systémiques inutiles dans le marché canadien.

Q4 : Les recommandations du Comité de ne pas prendre en compte les critères susmentionnés pour ouvrir droit à la dispense sont-elles appropriées?

Procédure à suivre pour se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux

De nombreux participants au marché qui se prévaudront de la dispense pour les utilisateurs finaux ne sont pas actuellement tenus de s'inscrire ou de déposer des rapports auprès des autorités en valeurs mobilières. Il importe par conséquent que la procédure à suivre pour se prévaloir de la dispense fournisse aussi aux organismes de réglementation l'information dont ils ont besoin pour améliorer leur connaissance du marché.

On peut envisager trois modèles réglementaires selon lesquels les participants au marché pourraient commencer à se prévaloir de la dispense proposée :

- a) ils pourraient établir eux-mêmes s'ils y ont droit et commencer à exercer l'activité sans en donner avis;
- b) ils pourraient demander au préalable l'approbation de l'organisme de réglementation;
- c) ils pourraient établir eux-mêmes s'ils y ont droit et aviser l'organisme de réglementation de leur intention de s'en prévaloir.

Le Comité estime qu'il est important de pouvoir surveiller l'activité du marché et d'évaluer l'efficacité de la dispense pour les utilisateurs finaux, ce qui serait plus difficile sous un régime permettant aux participants au marché de se prévaloir de la dispense sans communiquer avec les autorités.

Une procédure officielle d'approbation ou de détermination du droit à la dispense obligerait les organismes de réglementation et les participants au marché à y consacrer d'importantes ressources. Il est possible d'atteindre les mêmes objectifs réglementaires avec un régime permettant aux organismes de réglementation de surveiller la conduite de chaque participant au marché au moyen des données sur les opérations, d'examens de la conformité et d'enquêtes¹².

Recommandation

Le Comité estime que la troisième option, qui consiste à aviser l'organisme de réglementation de l'intention de se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux, est la méthode la plus appropriée et la plus efficiente pour administrer la dispense proposée.

¹² Chaque organisme de réglementation a le pouvoir de tenir des audiences pour examiner la conduite de tout participant au marché. Si la conduite soulève des préoccupations d'intérêt public, l'organisme peut délivrer une ordonnance lui refusant le droit de se prévaloir d'une dispense. Les examens de conformité permettent à l'organisme de réglementation d'établir si les activités de tout participant au marché respectent la réglementation sans qu'il soit nécessaire de procéder à une enquête.

Q5 : Le Comité propose que le participant au marché établisse lui-même s'il a droit à la dispense et avise l'organisme de réglementation de son intention de s'en prévaloir. Est-ce approprié?

De manière générale, la procédure à suivre pour se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux devrait, selon le Comité, se dérouler de la façon suivante :

- i) Obtention de l'approbation du conseil d'administration pour démontrer la conformité de la couverture*

L'entité qui souhaite se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux pour exécuter des opérations sur dérivés de gré à gré devra obtenir au préalable l'approbation de son conseil d'administration (ou de l'équivalent). Ce dernier serait tenu d'approuver le plan ou la stratégie d'affaires qui autorise la direction à se servir de dérivés de gré à gré comme outil de gestion du risque¹³. Le plan ou la stratégie devrait respecter les paramètres établis par les organismes de réglementation en ce qui concerne les opérations réduisant le risque commercial découlant de l'exercice d'une activité. Le conseil d'administration ne serait pas tenu d'approuver chaque opération sur dérivés de gré à gré exécutée par la direction sous le régime de la dispense. Le plan ou la stratégie approuvé fournirait aussi aux organismes de réglementation un repère pour évaluer la conformité aux conditions de la dispense.

Le participant au marché qui réalise des opérations sur dérivés de gré à gré serait également tenu d'indiquer qu'il a obtenu l'approbation du conseil pour exercer cette activité dans ses déclarations au référentiel central de données. Cette information aidera aussi les organismes de réglementation à évaluer l'efficacité de la dispense.

Les dérivés de gré à gré peuvent être un outil de gestion du risque efficace pour un utilisateur final, mais toute décision d'y recourir nécessite des compétences spécialisées qui diffèrent dans la plupart des cas de celles requises pour diriger l'entreprise de l'utilisateur final. Cette exigence vise à ce que la direction et le conseil d'administration soient tous deux tenus de prendre en considération les conséquences des opérations sur dérivés de gré à gré et les modalités de mise en œuvre de toute stratégie de couverture avant de se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux.

Bien que nous ne proposons pas d'en faire une exigence de la dispense, nous nous attendons à ce que de bons principes de gouvernance appellent le conseil d'administration à obtenir de la direction des rapports sur les activités de négociation exercées par le participant au marché.

- ii) Notification de l'organisme de réglementation de l'intention de se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux*

Le Comité estime que la troisième option, qui consiste à aviser l'organisme de réglementation de l'intention de se prévaloir de la dispense pour les utilisateurs finaux proposée, est la meilleure façon d'administrer la dispense. L'avis requis consisterait dans un dépôt unique de renseignements de base sur le participant au marché. Une fois déposé, il ne nécessiterait aucune modification, sauf en cas de changement important de l'information¹⁴.

Il est permis de croire que cet avis avec les données provenant du référentiel central de données donneront aux organismes de réglementation suffisamment d'information pour surveiller l'activité du marché. Si cependant il subsistait des lacunes dans l'information, nous pourrions envisager de modifier l'avis pour recueillir davantage de renseignements. Le Comité a conclu que la déclaration distincte de chaque opération par l'utilisateur final à l'organisme de réglementation ne serait pas nécessaire, du moment que les opérations sont déclarées à un référentiel central de données.

¹³ Les intervenants qui ont formulé des commentaires sur les règlements proposés par la SEC avaient des réserves sur l'obligation du conseil d'administration d'approuver chaque opération.

¹⁴ La dispense pour les utilisateurs finaux ne dispense pas le participant au marché de fournir des données à un référentiel central de données.

Les organismes de réglementation ont l'intention de coordonner la procédure de dépôt de tout avis de sorte que les participants au marché n'aient à en déposer qu'un seul pour toutes les provinces et tous les territoires. Le Comité recommande aussi d'instituer le dépôt électronique de l'avis.

iii) Tenue de dossiers

Comme pour toute dispense des obligations prévues par la législation ou de la réglementation en valeurs mobilières, il incombe au participant au marché concerné de prouver qu'il en respecte les conditions.

Recommandation

Le Comité recommande d'obliger les utilisateurs finaux à tenir des dossiers complets sur l'ensemble de leurs opérations, un dossier sur l'approbation, par le conseil d'administration, de l'utilisation de dérivés de gré à gré à titre d'outil de gestion du risque et des dossiers sur les analyses qu'ils ont effectuées pour prouver leur conformité aux conditions de la dispense.

Q6 : La procédure que les participants au marché ayant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux devront suivre pour s'en prévaloir est-elle appropriée?

Q7 : Le Comité propose d'exiger l'approbation, par le conseil d'administration, de l'utilisation de dérivés de gré à gré à titre d'outil de gestion du risque pour démontrer la conformité de la couverture. Est-ce approprié pour les personnes non inscrites?

Conclusion

Le Comité invite le public à lui faire part de ses commentaires sur les propositions présentées dans le présent document au plus tard le 15 juin 2012. Au terme de l'examen des commentaires du public, le Comité mettra au point les lignes directrices définitives sur l'élaboration des règlements et chaque province entreprendra son processus d'élaboration réglementaire.

Liste des questions

Q1 : Les obligations de déclaration restreindraient-elles particulièrement l'accès des utilisateurs finaux ou d'une catégorie d'utilisateurs finaux au marché des dérivés? Veuillez décrire les difficultés auxquelles ils pourraient faire face.

Q2 : Les critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux proposés par le Comité sont-ils adéquats?

Q3 : Faudrait-il envisager des critères différents ou supplémentaires?

Q4 : Les recommandations du Comité de ne pas prendre en compte les critères susmentionnés pour ouvrir droit à la dispense sont-elles appropriées?

Q5 : Le Comité propose que le participant au marché établisse lui-même s'il a droit à la dispense et avise l'organisme de réglementation de son intention de s'en prévaloir. Est-ce approprié?

Q6 : La procédure que les participants au marché ayant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux devront suivre pour s'en prévaloir est-elle appropriée?

Q7 : Le Comité propose d'exiger l'approbation, par le conseil d'administration, de l'utilisation de dérivés de gré à gré à titre d'outil de gestion du risque pour démontrer la conformité de la couverture. Est-ce approprié pour les personnes non inscrites?