

# Rapport sur l'application de la Loi sur les instruments dérivés

**MAI 2015** 

			1				

**Finances** 

Québec







Ce document est imprimé sur du papier entièrement recyclé, fabriqué au Québec,

Le générique masculin n'est utilisé que pour alléger le texte.

Rapport sur l'application de la Loi sur les instruments dérivés

Dépôt légal – Mai 2015 Bibliothèque et Archives nationales du Québec ISBN 978-2-550-72737-8 (Imprimé) ISBN 978-2-550-72337-0 (PDF)

© Gouvernement du Québec, 2015

Monsieur Jacques Chagnon Président de l'Assemblée nationale Hôtel du Parlement Québec (Québec) G1A 1A4

Monsieur le Président,

En application de l'article 239 de la Loi sur les instruments dérivés (RLRQ, chapitre I-14.01), j'ai l'honneur de vous transmettre pour son dépôt le *Rapport sur l'application de la Loi sur les instruments dérivés*.

Veuillez agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma très haute considération.

Le ministre des Finances,

Carlos Leitão

Québec, mai 2015

### **MOT DU MINISTRE**

La Loi sur les instruments dérivés est d'une importance stratégique pour le Québec.

En effet, à la suite de la spécialisation de la Bourse de Montréal dans les produits dérivés en 1999, le Québec a développé un encadrement et une expertise réglementaire spécialisée en matière d'instruments dérivés. La réflexion du Québec a culminé en 2008 avec l'adoption de la Loi sur les instruments dérivés, la toute première – et, à ce jour, la seule – loi consacrée spécifiquement à l'encadrement des instruments dérivés au Canada.

### Un secteur financier en constante évolution

Étant donné l'importance toute particulière qu'occupe la négociation des dérivés pour la place financière montréalaise, ainsi que la vitesse toujours croissante à laquelle les marchés financiers évoluent, la Loi a déjà été modifiée à quelques reprises depuis son adoption afin d'y corriger des lacunes ou d'y apporter des améliorations. Par ailleurs, une importante réflexion internationale a été entreprise afin de rendre plus transparents les marchés de dérivés de gré à gré à la suite de la crise financière de 2008. La Loi sur les instruments dérivés sera vraisemblablement appelée à évoluer encore afin de donner suite à cette réflexion.

Le présent rapport vise à faire état de la mise en œuvre de la Loi sur les instruments dérivés, de l'opportunité de la maintenir en vigueur ou de la modifier.

Le ministre des Finances,

Carlos Leitão

# **TABLE DES MATIÈRES**

INTRODUCTION 1
L'objet du présent rapport1
CHAPITRE 1 3
La Loi sur les instruments dérivés : contexte et objectifs
CHAPITRE 2
Une loi moderne basée sur des principes
CHAPITRE 3 7
La crise financière de 2008 et les réformes internationales de l'encadrement des dérivés
CHAPITRE 411
L'avenir de la Loi sur les instruments dérivés11
CONCLUSION13

### INTRODUCTION

L'encadrement des instruments dérivés revêt une importance stratégique toute particulière pour le Québec étant donné la spécialisation de la Bourse de Montréal dans la négociation d'instruments dérivés. Ainsi, la Loi sur les instruments dérivés (RLRQ, chapitre I-14.01) et sa réglementation régissent principalement l'offre au public de dérivés ainsi que les activités des divers acteurs œuvrant dans ce domaine.

Le Québec compte 93 sociétés inscrites en tant que courtier en dérivés, 6 personnes agréées ou dispensées, 6 bourses et 9 plateformes de négociation ainsi que 6 chambres de compensation reconnues ou dispensées de l'obligation d'être reconnues.

L'Autorité des marchés financiers est responsable de l'administration de la Loi sur les instruments dérivés. Elle emploie quatorze analystes à temps plein pour la supervision des marchés de dérivés.

### L'objet du présent rapport

Le Rapport sur l'application de la Loi sur les instruments dérivés vise à évaluer dans quelle mesure cette loi répond aux besoins du public et de l'industrie financière et à proposer des améliorations, au besoin.

# LA LOI SUR LES INSTRUMENTS DÉRIVÉS : CONTEXTE ET OBJECTIFS

Au moment de l'adoption de la Loi sur les instruments dérivés en 2008, l'encadrement des dérivés au Québec était intégré, à l'instar des autres provinces canadiennes, à la Loi sur les valeurs mobilières ainsi que dans certains autres véhicules législatifs et réglementaires connexes.

Un dérivé est toutefois un instrument financier différent des instruments traditionnellement encadrés par la Loi sur les valeurs mobilières, qui sont principalement des titres de participation dans le capital d'une entreprise ou des titres d'emprunt. Un dérivé n'est ni un titre de participation ni un titre d'emprunt; un dérivé est un contrat auquel sont rattachées diverses obligations, de livraison ou de paiement, qui dépendent d'un autre produit financier appelé sousjacent. En réalisant une opération sur un dérivé, un investisseur conclut un contrat dont les obligations ou les droits dépendent de la valeur d'un actif sous-jacent à une date donnée ou au cours d'une période donnée.

Ainsi, un dérivé s'apparente, d'une certaine manière, à un contrat d'assurance portant sur la valeur d'un actif, et qui peut être souscrit par n'importe qui. Les dérivés sont utilisés essentiellement à des fins de gestion des risques ou de spéculation.

De par leur nature contractuelle, les dérivés peuvent être conclus de gré à gré, c'est-à-dire négociés directement entre l'émetteur du dérivé et l'acheteur, mais dans certains cas, ils peuvent être standardisés et négociés sur une plateforme boursière et compensés par une chambre de compensation, comme s'il s'agissait d'un titre.

Lors de la fusion des bourses canadiennes en 1999, la Bourse de Montréal a choisi d'axer son développement exclusivement sur les dérivés et s'est vu attribuer l'exclusivité des transactions sur les dérivés négociés en bourse au Canada pour une période de 10 ans. Afin de favoriser Montréal comme place financière experte en dérivés et de faire face à la croissance fulgurante de la concurrence internationale, au déploiement incessant de nouvelles technologies sur les marchés financiers et à la multiplication des dérivés, le

gouvernement a doté le secteur d'une loi moderne sur les dérivés, soit une loi consacrée à l'encadrement de ces dérivés, fondée sur des principes et respectant les plus récentes normes internationales en matière de réglementation.

# UNE LOI MODERNE BASÉE SUR DES PRINCIPES

La Loi sur les instruments dérivés établit les principes d'encadrement, mais laisse au régulateur la responsabilité d'adopter par règlement les exigences normatives particulières. Ainsi, la plupart des obligations des assujettis se retrouvent dans la réglementation adoptée par l'Autorité des marchés financiers (« l'Autorité »). Le recours à une réglementation normative spécifique donne, selon certains observateurs, une meilleure certitude légale aux assujettis, mais elle peut limiter l'adaptation des pratiques aux besoins des marchés. Une loi basée sur des principes donne davantage de flexibilité au régulateur pour encadrer des marchés en constante évolution et pour réagir aux situations inattendues.

Comme tout le corpus législatif en matière financière, la Loi sur les instruments dérivés a été élaborée avec l'objectif d'atteindre un juste équilibre entre la stabilité des marchés et leur développement, entre la transparence et l'innovation, et entre la sécurité des marchés et leur efficacité. La Loi sur les instruments dérivés assujettit les entités désirant offrir un dérivé au public (bourse et autres marchés organisés) à une procédure de reconnaissance préalable par l'Autorité et établit les obligations auxquelles de telles entités sont tenues, notamment en ce qui a trait à leurs règles de fonctionnement, l'exercice de leurs activités, leur gouvernance et l'information qu'elles doivent rendre publique. Elle prévoit en outre des dispositions concernant la surveillance et le contrôle des entités reconnues.

La Loi sur les instruments dérivés contient par ailleurs des dispositions concernant l'inscription des courtiers et des conseillers en dérivés, de même que les exigences auxquelles ils sont tenus, notamment quant à la gestion de leur entreprise ainsi qu'à leur conduite et à celle de leurs dirigeants, de leurs représentants et de leurs employés.

En plus de vastes pouvoirs réglementaires, la Loi sur les instruments dérivés attribue à l'Autorité des pouvoirs particuliers aux fins de l'administration de la loi, notamment des pouvoirs d'inspection et d'enquête et des mesures conservatoires. Elle prévoit également des dispositions relatives aux infractions et plusieurs dispositions pénales.

La Loi sur les instruments dérivés a donc été élaborée afin d'encadrer l'émission et la négociation de dérivés standardisés sur des marchés organisés, et, pour l'essentiel, dispense de son application les transactions sur des dérivés conclus de gré à gré. La logique derrière ce choix législatif découle du fait que l'encadrement des marchés financiers vise d'abord et avant tout la protection du public, et s'intéresse donc en priorité à l'intégrité des marchés, des produits et des services rendus disponibles au public. L'émission et la négociation de dérivés standardisés sont les activités de la Bourse de Montréal que la Loi cherchait à encadrer plus spécifiquement. Le marché de dérivés de gré à gré ne s'adresse qu'aux institutions financières et autres grandes entreprises.

En plus de profiter de la flexibilité inhérente d'une loi basée sur des principes, qui a très bien servi les intérêts des marchés de dérivés et facilité le développement efficace de nouveaux produits, le Québec a maintenu la Loi sur les instruments dérivés à la fine pointe des standards internationaux de réglementation, en la modifiant chaque fois que cela s'est avéré nécessaire.

La Loi sur les instruments dérivés a été modifiée à deux reprises afin de corriger certaines difficultés d'application, d'apporter certaines améliorations identifiées lors de sa mise en œuvre et d'en adapter le cadre juridique pour permettre l'harmonisation de la réglementation au niveau pancanadien.

Des modifications ont été apportées en juin 2009 (L.Q. 2009, chapitre 25) afin notamment de permettre à l'Autorité de prévoir dans un règlement certaines informations que les courtiers doivent remettre à leurs clients et d'accroître les pouvoirs de l'Autorité, entre autres en matière de suspension d'inscription et de vérification.

Des modifications supplémentaires ont été apportées en décembre 2009 (L.Q. 2009, chapitre 58) afin de modifier la définition de « contrepartie qualifiée », d'améliorer le libellé de la loi et d'augmenter les amendes pouvant être imposées par le Bureau de décision et de révision. La loi modificative ajoutait également une interdiction d'effectuer une opération sur la base d'une information privilégiée, et permettait à l'Autorité d'harmoniser certains aspects de la réglementation des dérivés au niveau pancanadien.

# LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008 ET LES RÉFORMES INTERNATIONALES DE L'ENCADREMENT DES DÉRIVÉS

La crise financière de 2008 a débuté aux États-Unis et s'est rapidement propagée au reste du système financier international. À cette occasion, les dérivés de gré à gré se sont retrouvés sur la sellette étant donné leur rôle important dans les montages financiers qui se sont avérés problématiques.

L'opacité entourant la négociation des dérivés de gré à gré a favorisé l'amplification et la diffusion du problème, car les participants aux marchés financiers n'étaient plus en mesure de juger de la solvabilité de leurs contreparties et n'osaient plus faire confiance à quiconque, ce qui a contribué à l'assèchement de la liquidité observé dans l'ensemble du système financier international.

Dès 2009, en réponse à la crise et à l'occasion du sommet de Pittsburgh, le G20<sup>1</sup> a pris la résolution suivante afin de rendre plus transparent le marché des dérivés de gré à gré :

Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu, et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard. Les contrats de produits dérivés de gré à gré doivent faire l'objet d'une notification aux référentiels centraux de données [trade repositories]. Les contrats n'ayant pas fait l'objet d'une compensation centrale devront être soumis à des exigences de fonds propres plus strictes.

Le recours à une chambre de compensation sert depuis longtemps à réduire le risque de contrepartie et à limiter la propagation des problèmes de solvabilité entre participants. Il s'agit d'une infrastructure de marché, dont les courtiers membres sont mutuellement responsables, qui devient l'acheteur du vendeur et le vendeur de

Le Groupe des vingt (ou G20) est composé de 19 pays et de l'Union européenne dont les ministres des Finances et les chefs des banques centrales se réunissent régulièrement.

l'acheteur dans une opération. Ainsi, un participant à un marché financier, lorsqu'il réalise une opération, ne fait affaire qu'avec la chambre de compensation, ce qui transforme le risque de contrepartie en un risque de crédit de la chambre de compensation encadrée à cet effet pour éviter son défaut.

Toutefois, les chambres de compensation ne compensent que les contrats suffisamment standardisés. À cet effet, l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), une association commerciale qui regroupe les principaux participants internationaux aux marchés de dérivés de gré à gré, a développé un contrat type visant à réduire la complexité et les risques légaux et à faciliter l'exécution et la compensation, le cas échéant, des dérivés de gré à gré.

Il est important de souligner que la solution retenue par le G20 consiste essentiellement à obliger les parties à des dérivés de gré à gré à divulguer l'ensemble de leurs opérations de dérivés et à faire compenser par l'intermédiaire d'une chambre de compensation certaines d'entre elles, ce qui facilitera la tâche des régulateurs bancaires dans l'identification du risque systémique auquel est exposé le secteur financier. Il ne s'agit aucunement d'un encadrement des dérivés eux-mêmes, ni non plus d'un encadrement de type macroprudentiel visant à limiter l'exposition au risque des différents participants aux marchés financiers résultant de leurs transactions sur le marché des dérivés de gré à gré.

C'est particulièrement vrai au Canada, où l'écrasante majorité des dérivés de gré à gré sont le fait des banques : tout impact éventuel des dérivés sur le risque systémique des marchés financiers découle des conditions en vertu desquelles les banques sont autorisées par les régulateurs bancaires à être parties à des dérivés.

À ce sujet, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a récemment publié une ligne directrice, la ligne directrice B-7, Saine gestion des instruments dérivés, qui fait part des attentes du BSIF aux sociétés qu'il réglemente à l'égard de leurs activités liées aux dérivés. Un pouvoir de prendre des règlements afférents à la gestion des dérivés de gré à gré par les banques a également été récemment ajouté par le gouvernement fédéral à sa Loi sur les banques (L.C. 1991, chapitre 46), ce qui a d'ailleurs été souligné comme un développement positif par le Fonds monétaire international (FMI) dans son dernier rapport annuel sur le Canada<sup>2</sup>. Selon le Fonds

8

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL, *Canada: Selected Issues*, IMF Country Report No. 15/23, janvier 2015.

monétaire international, cet encadrement d'institutions financières fédérales permettra un meilleur contrôle du risque systémique sur les marchés de dérivés de gré à gré au Canada. Ces activités d'encadrement d'institutions financières fédérales n'ont toutefois aucun impact sur la Loi sur les instruments dérivés et n'affecteront en rien son application.

En réponse aux recommandations du G20, le Québec a modifié la Loi sur les instruments dérivés à deux reprises afin de débuter la mise en œuvre de ces recommandations, notamment en ce qui concerne le recours systématique à des infrastructures de compensation et de déclaration des transactions portant sur des dérivés, qui représente la pierre angulaire de la stratégie du G20 visant à rendre plus transparents les marchés de dérivés de gré à gré.

La Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2011, chapitre 26) a complété l'encadrement des personnes agréées par l'Autorité des marchés financiers en introduisant une série de nouveaux principes auxquels les personnes agréées sont tenues de se conformer. À l'origine, une personne qui souhaitait offrir un dérivé sans être une entité autrement réglementée devait, avant de le mettre en marché, obtenir l'agrément de l'Autorité. La modification apportée a codifié les critères devant être appliqués par l'Autorité pour l'agrément, entre autres en matière de structure corporative, de suffisance de ressources, de politiques et procédures ainsi que de ségrégation des actifs des clients. Les personnes agréées sont désormais tenues d'aviser l'Autorité de tout changement par rapport aux informations fournies lors de la demande d'agrément ou pouvant affecter la négociation d'un dérivé. La loi modificative est également venue améliorer l'encadrement de la mise en marché d'un dérivé en précisant que l'Autorité doit l'approuver au préalable.

Finalement, la Loi modifiant diverses dispositions concernant principalement le secteur financier (L.Q. 2013, chapitre 18) est venue prévoir l'inspection des fonds de garantie et l'encadrement des nouvelles infrastructures de marché qui ont été développées afin de permettre l'exécution des dérivés, incluant ceux négociés de gré à gré.

Par exemple, parmi ces nouvelles infrastructures, l'on retrouve le référentiel central, qui est une plateforme électronique auprès de laquelle les participants aux marchés de dérivés de gré à gré déclarent leurs transactions, ce qui a pour objectif de permettre d'avoir une vue d'ensemble du marché et des obligations de chaque courtier. Étant donné la nature même des dérivés négociés de gré à gré, qui sont des

contrats bilatéraux souvent conclus entre acteurs internationaux, le recours à une pareille plateforme s'avère nécessaire pour répertorier les transactions et rendre le marché plus transparent.

La Loi sur les instruments dérivés vise également le fournisseur de services d'appariement, qui compile les contrats de dérivés et les valeurs des sous-jacents et calcule les obligations nettes des différentes parties aux dérivés. Étant donné la grande complexité des contrats de dérivés, de leur volume et des montants considérables en cause, il s'agit d'une infrastructure stratégique de première importance.

## L'AVENIR DE LA LOI SUR LES INSTRUMENTS DÉRIVÉS

Depuis son entrée en vigueur, la Loi sur les instruments dérivés a bien rempli son objectif, soit d'offrir un encadrement moderne des marchés publics de dérivés, à la fine pointe des standards internationaux de réglementation.

Par contre, depuis la crise financière de 2008, toute l'attention des organismes de réglementation, à la demande des instances politiques, s'est portée sur la transparence des marchés de dérivés de gré à gré, un aspect exclu de la Loi sur les instruments dérivés lors de sa conception. Ainsi, malgré les amendements législatifs qui ont permis l'évolution réglementaire. Québec de suivre problématiques Par subsistent. exemple. les organisations internationales utilisent l'expression « dérivés de gré à gré standardisés », ce qui entre en contradiction avec le vocabulaire de la loi québécoise puisque la Loi sur les instruments dérivés utilise l'expression « dérivé standardisé » pour désigner les dérivés transigés sur les marchés organisés. Par ailleurs, la Loi excluait spécifiquement les contreparties qualifiées de son application, alors que les entités visées par la réglementation développée à la suite de la crise sont toutes des contreparties qualifiées.

Ainsi, tout en conservant l'encadrement des marchés publics de dérivés, une révision complète de la Loi sur les instruments dérivés sera nécessaire afin de l'adapter aux nouvelles réalités réglementaires du secteur. Toutefois, avant de procéder à une telle révision, il est préférable d'attendre d'être en mesure de faire le bilan des initiatives réglementaires internationales car leur développement connaît encore plusieurs hésitations.

Une autre problématique se pose quant à la Loi sur les instruments dérivés québécoise, dans un contexte de collaboration et d'harmonisation réglementaire avec les autres régulateurs provinciaux. En effet, malgré une volonté d'harmonisation législative exprimée par les autres provinces, et particulièrement par l'Ontario, aucune autre province n'a jusqu'à maintenant suivi l'exemple québécois en prévoyant l'encadrement des dérivés dans une loi qui leur serait consacrée.

Le Québec est donc la seule province à avoir une loi visant spécifiquement l'encadrement des dérivés, ce qui pose certains défis en matière d'harmonisation. Toutefois, ces défis ne sont pas insurmontables. Le Québec devrait-il faire marche arrière et réintégrer l'encadrement des dérivés dans sa législation sur les valeurs mobilières? La question est prématurée. En effet, les autres provinces, à l'instar des régulateurs étrangers, n'ont pas réalisé de véritables réformes législatives, se limitant souvent à la simple introduction d'un vaste pouvoir réglementaire permettant au régulateur d'établir l'entièreté du cadre applicable aux dérivés de gré à gré recommandé par le G20.

Il n'est donc pas possible pour l'instant de proposer un cadre légal qui serait parfaitement harmonisé avec ce qui se fait ailleurs. Finalement, abroger la Loi sur les instruments dérivés impliquerait une transition difficile d'un point de vue administratif en raison des nombreuses décisions, inspections et enquêtes existantes relevant des dispositions de cette loi.

### **CONCLUSION**

Étant donné l'importance stratégique d'un encadrement des marchés publics des dérivés pour la place financière montréalaise, qui en a fait une spécialité, il apparaît approprié de maintenir la Loi sur les instruments dérivés en vigueur tout en continuant d'y apporter, de manière ponctuelle, les modifications nécessaires pour l'adoption des standards internationaux en matière de transparence des marchés de gré à gré.

Par ailleurs, lorsque le cadre réglementaire international se sera stabilisé et que la pertinence des mesures adoptées à la suite de la crise financière de 2008 pourra être évaluée, une révision de la Loi sur les instruments dérivés sera nécessaire pour mieux y intégrer l'objectif de maintien de la transparence des marchés de gré à gré.