

Projet de loi no 7
Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant le secteur financier

Commentaires de Pascal François
Professeur de Finance à HEC Montréal
Directeur de l'Institut de la Finance Structurée et des Instruments Dérivés (IFSID)

Audition parlementaire du 25 octobre 2011

Préambule

Le projet de loi no 7 apporte des modifications relatives à plusieurs lois concernant le secteur financier. Compte tenu de mon domaine d'expertise, je limiterai mes commentaires sur la section traitant de la loi sur les instruments dérivés (paragraphe 23 à 43). Je tiens à remercier la commission parlementaire de m'avoir donné l'occasion de présenter mon point de vue sur le projet de loi no 7.

Contexte

Le marché des instruments dérivés, aussi bien au Canada que par le monde, continue son expansion. Le volume de transaction n'a pas été ralenti par la crise financière de 2008. À titre d'illustration, au Canada, le volume de transactions quotidien moyen est passé de 44 à 62 milliards de dollars US entre 2001 et 2010 pour les instruments dérivés de change de gré à gré, et de 10 à 42 milliards de dollars US sur la même période pour les instruments dérivés de taux de gré à gré (source : Banque des Règlements Internationaux).

Du côté des marchés organisés, les bourses d'instruments dérivés connaissent une double tendance : croissance et concentration accélérée. En termes de croissance par exemple, la Bourse de Montréal a annoncé que 2010 était une année record en termes de volume d'activité (plus de 43 millions de contrats échangés). Concernant la concentration, on peut citer de nombreux cas de regroupements tels la fusion du NYSE Group et d'Euronext en 2007 ou encore l'acquisition d'ISE par Eurex la même année.

Enfin, la tendance nouvelle la plus marquante du marché est certainement la dissipation des frontières entre marchés de gré à gré et marchés organisés. En effet, on assiste d'une part à une compétition accrue des bourses de dérivés qui opèrent des transactions de gré à gré. D'autre part, les marchés de gré à gré se dotent de chambres de compensation (CCP ou *Centralized Counterparties*) – conséquence de la récente crise financière qui a souligné le besoin de davantage de sécurité et de transparence dans les transactions de gré à gré.

Cette évolution a des implications réglementaires et le rôle des autorités de régulation de marché, telle l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), doit être constamment mis à jour. En ce sens, le projet de loi no7 et sa partie relative à la loi sur les instruments dérivés me paraissent une initiative fort à propos.

Orientation générale

Ma lecture du projet de loi no 7 relative à la loi sur les instruments dérivés fait ressortir deux orientations saillantes : le renforcement du statut de « personne agréée » délivré par l'AMF, et le recentrage de la réglementation de l'AMF sur la « mise en marché » des instruments dérivés (et non sur leur « création »). Je suis globalement très favorable à ces deux orientations pour des raisons qui seront détaillées dans la section suivante.

Commentaires spécifiques

1. Paragraphes 26 et 28 : distinction entre « mise en marché » et « création » d'un instrument dérivé.

Les efforts de l'AMF de surveillance et de protection de l'intérêt public doivent porter avant tout sur le *négoce* des instruments dérivés et non sur leur création. Il me paraît important que les personnes agréées demeurent libres de créer des instruments dérivés afin d'évaluer, au préalable, leur négociabilité. Cette phase d'évaluation comprend en particulier des analyses de marché et des simulations de modèle (*pricing*, stratégies de couverture). Elle s'effectue dans le cadre confidentiel de l'institution financière qui la développe et, tant que l'instrument dérivé n'est pas mis en négoce, elle n'a aucun impact sur le bon fonctionnement du marché ni sur l'intérêt public. Il est important de ne pas entraver cette phase d'évaluation interne, car elle est au cœur même du processus d'innovation financière. À ce titre, les modifications proposées par les paragraphes 26 et 28 vont dans le bon sens.

2. Paragraphe 27 : contraintes portant sur la structure organisationnelle et sur les pratiques de gouvernance des personnes agréées.

La récente crise financière a fait apparaître certains dysfonctionnements dans les marchés d'instruments dérivés de gré à gré, notamment au regard de la fiabilité de certaines transactions lors d'un choc macroéconomique majeur. La tendance est au renforcement de la réglementation concernant la solidité financière, technologique et éthique des intervenants sur ces marchés. Le paragraphe 27 me paraît donc aller dans le bon sens.

Toutefois, la réglementation au niveau législatif sur ces sujets a ses limites car se posent en particulier des problèmes de mesure : quel sens donner à des ressources « suffisantes » (projet d'article 82.1) ainsi qu'à des pratiques « appropriées » (projet d'article 82.2) ou encore à des moyens « nécessaires » (projet d'article 82.3) ? En la matière, je recommanderais plutôt de laisser l'AMF exercer son jugement sur ces questions.

En revanche, le projet d'article 82.7 portant sur la gestion des biens confiés par les contreparties (collatéral) me semble tout à fait primordial. Dans le contexte de développement du marché de gré à gré que j'ai évoqué, la sécurité et la fiabilité des transactions dépend en particulier de la bonne gestion du collatéral. Il est important de se doter d'une règle de comptabilisation propre au collatéral de manière à ce que celui-ci joue pleinement son rôle de sécurisation de la transaction. C'est à cette condition que l'on développera la liquidité et la fiabilité du marché de gré à gré le rendant aussi attractif que le marché organisé.

3. Paragraphe 29 : recours auprès du Bureau de décision.

Je suis favorable au principe sous-tendu par le projet d'article 83.1. Toutefois, je m'interroge sur la nécessité d'étendre le droit de recours « à toute personne intéressée ». Il y a peut-être là le risque d'encourager la délation réglementaire entre concurrents et de surcharger inutilement le Bureau de décision par le nombre accru de requêtes. Ma suggestion serait de proposer que la demande soit transmise à l'AMF qui juge de son bien-fondé et décide de la transmettre ou non au Bureau de décision.

4. Paragraphe 32 : inspection d'une entité réglementée ou d'une personne agréée.

Je constate que le texte proposé ne fait plus appel à la notion de « reconnaissance » qui me paraissait un peu floue. Cette modification me semble donc tout à fait pertinente.

5. Paragraphe 34 : modification de la loi 134.

Le nouveau texte propose une définition non restrictive du contrevenant et, à ce titre, me semble aller dans le bon sens.

Les autres paragraphes proposent des améliorations ou des clarifications évidentes dans la réglementation et ne méritent pas de commentaire particulier.