Minister of Finance | Ministre des Finances

Ottawa, Canada K1A 0G5

Cabinet du ministre des Finances
31 OCT. 2011

21 OCT. 2011

2011FIN351973

Commission des finances publiques
Déposé le : 10 novembre 2011
N° CFP-157
Secrétaire :

Monsieur Jean-Marc Fournier
Ministre de la Justice
Leader parlementaire du gouvernement
Ministère de la Justice
Édifice Louis-Philippe-Pigeon
1200, route de l'Église
9e étage
Québec (Québec) G1V 4M1

Monsieur le Ministre,

Je vous écris concernant une question importante pour la stabilité financière, le développement de nos marchés de capitaux et la compétitivité de nos institutions financières. Elle porte sur la capacité des participants du marché canadien à garantir monétairement leurs transactions des dérivés négociés de gré à gré. Cette question s'avère d'une importance croissante, et la nécessité de changements devient encore plus urgente au moment où les initiatives internationales pour accroître l'utilisation de compensation centrale prennent de l'essor.

Lors du Sommet des dirigeants du G-20 à Pittsburgh en 2009, le Canada et d'autres pays du G-20 ont convenu que « tous les contrats standardisés de dérivés de gré à gré devraient se transiger en bourse ou par le biais de plateformes électroniques, s'il y a lieu, et être compensés par des contreparties centrales, au plus tard à la fin de 2012 ». Un groupe de travail fédéral-provincial, composé de représentants de mon ministère, de la Banque du Canada, du Bureau du surintendant des institutions financières, et de plusieurs commissions provinciales de valeurs mobilières, a été établi et chargé d'évaluer et de recommander les mesures que les autorités canadiennes devraient prendre pour répondre à l'engagement.

Les garanties monétaires ou sous forme de valeurs mobilières protègent les participants du marché, ainsi que toute contrepartie centrale, contre le défaut de l'une des parties dans la transaction des produits dérivés de gré à gré. Les régimes provinciaux actuels de sûreté

mobilière facilitent l'utilisation des valeurs mobilières comme garantie; cependant, ils ne permettent pas facilement ou efficacement la création d'une sûreté sur les garanties en espèces. Le document d'information ci-joint explique cette question en détail.

L'argent est l'une des formes les plus courantes de garantie dans les transactions des dérivés négociés de gré à gré, particulièrement pour les transactions compensées par les contreparties centrales. La loi provinciale actuelle place les participants canadiens du marché en désavantage concurrentiel par rapport à leurs homologues étrangers. Ce désavantage s'accentue de plus en plus au moment où les initiatives pour accroître l'utilisation de compensation centrale prennent de l'essor. Étant donné que cette question ne peut être résolue de façon satisfaisante à l'échelle fédérale, je vous demande de prendre les devants en adoptant des mesures législatives pour modifier votre régime actuel de sûreté mobilière. Le Groupe de travail fédéral-provincial serait heureux d'aider votre province dans le développement de la législation à cet effet.

Je vous remercie de l'attention que vous porterez à cette importante question. Pour obtenir des renseignements supplémentaires, vos représentants peuvent communiquer avec Jeremy Rudin, sous-ministre adjoint au ministère des Finances, au 613-992-4679 (Jeremy.Rudin@fin.gc.ca).

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre, l'expression de mes sentiments les meilleurs.

James M. Flaherty

Pièce jointe

c. Monsieur Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada
Monsieur Raymond Bachand, ministre des Finances et ministre du Revenu

ANNEXE
Garantie en espèces aux termes des dispositions législatives provinciales sur la sûreté mobilière (ou dispositions équivalentes)

La présente annexe a été élaborée par le sous-groupe juridique du Groupe de travail sur les dérivés de gré à gré qui est composé de représentants du ministère des Finances Canada, de la Banque du Canada, du Bureau du surintendant des institutions financières, de l'Autorité des marchés financiers, de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

Contexte

Lors du Sommet des dirigeants du G-20 à Pittsburgh en 2009, le Canada et d'autres pays du G-20 ont convenu que « tous les contrats standardisés de dérivés de gré à gré devraient se transiger en bourse ou par le biais de plateformes électroniques, s'il y a lieu, et être compensés par des contreparties centrales, au plus tard à la fin de 2012 ». Un groupe de travail fédéral-provincial, présidé par la Banque du Canada et formé de représentants du ministère des Finances Canada, du Bureau du surintendant des institutions financières et des commissions des valeurs mobilières du Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique, a été établi et chargé d'évaluer et de recommander les mesures que les autorités canadiennes devraient prendre pour répondre à l'engagement, parallèlement aux initiatives prises par le secteur financier. Dans le cadre de cette initiative, on se penchera entre autres sur les changements législatifs et réglementaires qui seront requis pour permettre aux entreprises canadiennes de faire face à la concurrence dans le nouvel environnement réglementaire.

En particulier, une question d'ordre juridique a été soulevée invariablement par les conseillers juridiques externes et par presque tous les principaux participants canadiens au marché (y compris les grands participants canadiens au marché faisant partie du Canadian Market Infrastructure Committee et l'International Swaps and Derivatives Association [**ISDA**]). Cet enjeu a été désigné comme un obstacle à l'application de la compensation obligatoire au Canada. Le gouvernement de l'Ontario et celui de l'Alberta ont tous deux reçu des mémoires d'associations notoires de l'industrie (ISDA et Canadian Association of Securities Lenders) qui les exhortaient à mettre en œuvre une réforme à cet égard.

Cet enjeu critique, dont font état ces parties, est la difficulté que rencontrent les participants canadiens au marché (les courtiers canadiens, comme les institutions financières, et les entités « du côté acheteur », comme les compagnies d'assurance) pour ce qui est d'accorder une sûreté de premier rang pour les garanties en espèces en vue d'assurer le respect des obligations résultant des opérations sur dérivés de gré à gré. Il concerne tous les participants canadiens au marché, y compris les utilisateurs finaux comme les grandes sociétés canadiennes qui ont recours aux opérations sur dérivés pour gérer les risques commerciaux. Par ailleurs, en Europe et aux États-Unis, la législation ne présente pas le même problème; les participants au marché sont donc en mesure d'accorder facilement une sûreté de premier rang en espèces aux chambres de compensation et aux parties avec qui ils passent un contrat. Par conséquent, les participants canadiens au marché se trouvent en situation de désavantage concurrentiel.

En quoi consiste exactement l'enjeu relatif aux garanties en espèces?

Dans les opérations sur dérivés, les participants au marché doivent fournir aux créditeurs une garantie immédiatement utilisable pour assurer le respect des obligations dans le cadre de ces opérations. Chaque année, la participation des entreprises canadiennes se mesure en *billions* de dollars. Une partie à une opération sur dérivés accorde généralement une sûreté pour assurer le respect de ses obligations à l'autre participant au marché (dans le cas d'une opération bilatérale) ou à la chambre de compensation (dans le cas des opérations faisant l'objet d'une compensation centrale). Une garantie en espèces est préférable; toutefois, pour qu'elle soit acceptable, son destinataire doit avoir l'assurance qu'il a une sûreté de premier rang pour cette garantie. Pour ce faire, on doit appliquer une méthode efficace pour établir l'opposition et le rang de la sûreté.

Selon les régimes provinciaux de sûreté mobilière (ou les dispositions législatives équivalentes), on exige actuellement que le créditeur obtienne une inscription (ou une publication au Québec) afin de rendre opposable la sûreté d'une garantie en espèces. Pour s'assurer qu'il s'agit d'une sûreté de premier rang dans le cadre d'un régime d'inscription ou de publication, un créditeur doit effectuer des recherches dans le registraire ou encore obtenir une subordination, une renonciation, une préclusion ou une décharge auprès des créditeurs qui pourraient être concurrents.

Nous comprenons que l'obligation pour les créditeurs de prendre ces mesures en vue d'obtenir une sûreté de premier rang est contraire à la pratique commerciale courante sur le marché international des dérivés. Les créditeurs ont fait observer que l'obtention de ces assurances auprès des nombreux inscrits pouvant être concurrents n'est soit pas possible ou ne peut être réalisée de manière opportune compte tenu du nombre d'inscriptions. De plus, il n'existe aucune mesure incitative pour encourager les créditeurs garantis qui sont des concurrents potentiels à subordonner leur participation ou à coopérer.

En outre, aux fins des exigences de capital et de la réglementation, les créditeurs doivent obtenir un avis juridique concernant le rang de leur sûreté. Nous savons qu'au moins une des grandes sociétés d'avocats au Canada ne fournira pas d'avis sur le rang de la sûreté en se fondant seulement sur la réglementation. Compte tenu de l'état du droit actuel, il est impossible pour nombre de créditeurs dans des opérations sur dérivés d'être persuadés qu'ils ont une sûreté de premier rang pour la garantie fournie par les participants canadiens au marché.

Pourquoi la réforme est-elle nécessaire?

Comme les créditeurs des entités canadiennes qui participent aux marchés internationaux sur dérivés ne peuvent facilement établir une sûreté de premier rang pour les garanties en espèce qui sont données par des participants canadiens, nous comprenons que, actuellement, ils : (i) exigent des garanties en espèces excédentaires des entités canadiennes afin de couvrir les risques de revendications concurrentes; (ii) refusent d'accepter les garanties en espèces qui proviennent en totalité des entités canadiennes; ou (iii) dans certains cas, refusent d'accepter les entités canadiennes (même les banques) en tant que clients. En outre, nous avons discuté avec les institutions canadiennes et les conseillers juridiques et avons compris que, en raison de ce problème, au moins un membre important d'une des plus grandes chambres de compensation des dérivés aux États-Unis a refusé de prendre une banque canadienne

comme client de compensation et qu'une autre banque canadienne s'est vu refuser *toutes* ses garanties par un important participant au marché.

La question des garanties en espèces constitue un obstacle pour les participants canadiens au marché qui prennent part aux mécanismes de compensation et, donc, aux marchés financiers en général. Par ailleurs, les problèmes liés au régime actuel à l'égard des garanties en espèces se traduisent par des coûts plus élevés pour les institutions financières canadiennes, dont des coûts en capital et en garantie plus élevés découlant du besoin de fournir des montants plus importants en garantie pour contrebalancer la confusion législative et des exigences de fonds propres plus élevées attribuables à la garantie dont la sûreté de premier rang ne peut être assurée. Ils engendrent également des coûts plus élevés pour les entreprises commerciales, les caisses de retraite et les autres utilisateurs finaux qui utilisent les dérivés pour gérer les risques financiers et diversifier leur portefeuille. S'ils sont autorisés en vertu de la loi à compenser par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale ou souhaitent bénéficier d'une compensation indirecte par l'intermédiaire d'une institution financière, ils doivent être en mesure de fournir une garantie en espèces de façon efficiente. Sans les modifications proposées, les dispositions législatives sur la sûreté mobilière constituent une entrave directe à cette efficience.

Enfin, la réforme est nécessaire pour atténuer le risque systémique du système financier canadien. Un système de compensation d'importance systémique assorti de mécanismes adéquats d'atténuation des risques exige des montants substantiels en garantie conclue avec la chambre de compensation et les intermédiaires qui participent au système au nom des clients. Si une partie à l'opération sur dérivés ou la chambre spécialisée manque à ses obligations, l'autre partie s'en remet à la garantie en espèces pour gérer le risque relatif à la partie défaillante. Si la participation dans une garantie peut être légalement remise en question, le risque pour le système financier dans l'ensemble s'en trouve accru.

Pourquoi la réforme est-elle urgente?

Il existe plusieurs raisons qui justifient la résolution rapide de ce problème, la première étant que les principaux territoires rendront obligatoire la compensation centrale très prochainement. Par exemple, la Loi Dodd Frank aux États-Unis stipule que tous les participants au marché qui concluent une transaction avec une contrepartie américaine dans une opération sur dérivés pour laquelle la SEC et la CFTC ont déterminé que la compensation est obligatoire doivent obtenir une compensation centrale pour cette opération. La compensation obligatoire aux États-Unis et dans d'autres pays entraînera une demande de plus en plus grande de garanties. Les participants canadiens au marché doivent donc être en mesure d'utiliser efficacement les garanties en espèces.

Comme plus des deux tiers des opérations sur dérivés canadiennes sont effectuées avec des contreparties étrangères, il est essentiel que les agences de compensation étrangères et les intermédiaires du marché soient disposés à accepter les garanties en espèces des Canadiens et à accepter les Canadiens en tant que client. Si l'on n'agit pas rapidement, les entreprises canadiennes continueront de compenser leurs opérations dans des conditions d'exploitation différentes de celles de leurs concurrents étrangers. Par conséquent, la capacité concurrentielle à l'échelle mondiale des institutions financières canadiennes sera diminuée considérablement.

De plus, comme il a été susmentionné, les contreparties étrangères aux opérations sur dérivés tiennent déjà compte de ce facteur dans le cadre de leurs

négociations bilatérales avec des entités canadiennes. Il est donc raisonnable de prévoir que, plus cet enjeu attirera l'attention, plus l'effet négatif sur les Canadiens s'accentuera. Non seulement les opérations sur dérivés seront touchées, mais également d'autres opérations financières qui dépendent de conventions régissant les sûretés, telles que les prêts de titres, les cessions en pension et les prêts commerciaux. Les obstacles sur ces marchés peuvent se répercuter sur la négociabilité des titres sous-jacents utilisés dans le cadre des prêts de titres et des cessions en pension, y compris des obligations gouvernementales. Si cette question n'est pas résolue rapidement, il est fort possible que les contreparties étrangères traitent de moins en moins avec les participants canadiens au marché.

En outre, si le Canada devait établir une contrepartie centrale nationale efficace pour la compensation des dérivés de gré à gré au cours des prochaines années, il devrait attirer des institutions financières étrangères participantes. Toutefois, si ces participants ne sont pas persuadés que la chambre de compensation a une sûreté de premier rang claire sous forme de garantie en espèces accordée par des clients canadiens, ils seront réticents à s'y joindre puisque la contrepartie centrale canadienne présentera plus de risques qu'un de ses pendants à l'étranger.

Quelle est la solution proposée?

Aux États-Unis, une sûreté de premier rang sous forme de garantie en espèces peut être rendue opposable au moyen du contrôle obtenu grâce à : (i) un transfert d'argent au créancier garanti; ou (ii) à un contrôle du compte dans lequel les fonds sont conservés. Le fait d'obtenir le « contrôle » de l'argent conservé dans un compte signifie que le débiteur (la partie fournissant la garantie) doit conclure une entente de contrôle avec l'entité qui détient les fonds (généralement une institution financière). L'entente de contrôle devra préciser que l'entité détenant les fonds se conformera aux directives émanant du créditeur (la partie garantie à qui la garantie est fournie) sans d'autres directives du débiteur. En conséquence, le créditeur peut saisir les fonds conservés dans le compte, si l'autre partie ne remplit pas ses obligations dans le cadre de l'opération.

Le régime aux États-Unis est semblable à celui qui existe actuellement dans la majorité du Canada pour toutes les sûretés utilisées comme garantie, depuis l'adoption de la *Loi sur le transfert des valeurs mobilières* uniformisée dans les provinces. En Europe, des régimes de contrôle similaires permettent de rendre une sûreté opposable dans la plupart des pays par suite de l'application de la directive européenne sur les garanties. Une sûreté rendue opposable au moyen du contrôle a préséance sur une participation concurrente rendue opposable au moyen d'une publication ou d'une inscription. Nous savons qu'il serait possible d'incorporer une méthode similaire d'opposabilité des sûretés en espèces dans la législation provinciale. Cette approche permettrait de s'attaquer efficacement aux préoccupations relatives aux garanties en espèces dans le cadre des opérations sur dérivés et de la compensation des dérivés.

Un sous-groupe du sous-comité chargé des dispositions législatives sur la sûreté mobilière de la Section du droit des affaires de l'Association du Barreau canadien s'est également penché sur les solutions possibles au problème des garanties en espèces au cours des dernières années. Toutefois, nous exhortons les provinces à ne pas attendre la recommandation de ce sous-comité et à retarder la réforme législative. Nous ne savons pas quand (ou si) l'Association du Barreau canadien formulera une telle recommandation.