



UNIVERSITÉ  
LAVAL

CFP - 001M  
C.P. - P.L. 77  
Loi sur les instruments  
dérivés

Faculté des sciences de l'administration

Québec, le 10 juin 2008

Monsieur Alain Paquet, député  
Président de la Commission des finances publiques  
Assemblée nationale du Québec  
Édifice Pamphile-Le May  
1035, rue des Parlementaires  
3<sup>ième</sup> étage  
Québec, Qc G1A 1A3

**Objet : Commentaires sur le projet de loi 77**

---

Monsieur le Président,

Comme suite à l'invitation que j'ai reçue le 3 juin dernier, veuillez trouver ci-joint une copie de mes commentaires sur le projet de loi 77. Dans la mesure où vous le jugerez approprié, je demeure disponible pour répondre à toute question que la commission pourrait avoir concernant ces commentaires.

Veuillez agréer, Monsieur le Président, l'expression de mes salutations distinguées.

Jean-François Guimond, Ph.D.  
Professeur adjoint  
Département de finance et assurance  
Faculté des sciences de l'administration  
Université Laval  
Bureau 3636, pavillon Palasis-Prince  
Québec, Qc, Canada  
G1K 7P4  
Tél. : 418-656-2131 poste 12470  
Courriel : jean-francois.guimond@fsa.ulaval.ca

## COMMENTAIRES SUR LE PROJET DE LOI 77

Dans le cadre d'une consultation particulière  
de la Commission des finances publiques de l'Assemblée nationale du Québec

Présenté par

Jean-François Guimond, Ph.D.\*  
Université Laval

10 juin 2008

---

\* Jean-François Guimond, Ph.D., est professeur adjoint au Département de finance et assurance de la Faculté des sciences de l'administration de l'Université Laval, bureau 3636, pavillon Palasis-Prince, Québec, Québec, Canada, G1K 7P4, tél.: 418-656-2131 poste 12470, site web: <http://www.fsa.ulaval.ca/personnel/guimondj/>, courriel: [jean-francois.guimond@fsa.ulaval.ca](mailto:jean-francois.guimond@fsa.ulaval.ca).

## **Brève présentation de l'auteur**

Jean-François Guimond, Ph.D., est professeur au Département de Finance et Assurance de l'Université Laval. Après avoir obtenu un baccalauréat en actuariat de l'Université Laval, il travaille pendant sept années à titre d'actuaire à la Direction des assurances I.A.R.D. de l'Inspecteur général des institutions financières (Gouvernement du Québec). Une de ses principales fonctions fut d'analyser la solvabilité et la rentabilité des assureurs I.A.R.D. opérant au Québec. Il a été le rédacteur principal du Rapport sur la tarification en assurance automobile de l'IGIF de 1990 à 1995. Il a aussi participé à la révision de la Loi sur les assurances du Québec ainsi qu'à celle de la Loi sur l'assurance automobile au cours de cette période. Il a ensuite obtenu un M.Sc. en finance de l'Université Laval, de même qu'un doctorat en finance de Georgia State University aux États-Unis. Il a bénéficié d'une bourse d'études doctorales du Fonds FCAR. Il enseigne à l'Université Laval depuis 2001.

Ses intérêts de recherche portent sur l'intermédiation financière, la surveillance et la gestion des institutions financières, la gestion des risques, l'assurance, les fonds communs de placement, la gestion de portefeuille (actions et titres à revenus fixes), l'analyse des finances publiques ainsi que sur la gestion et l'organisation d'un système de santé.

## COMMENTAIRES SUR LE PROJET DE LOI 77

### Préambule

Ce document répond à une invitation de la Commission des finances publiques de l'Assemblée nationale du Québec de commenter le projet de loi 77 sur les instruments dérivés. Afin de bien situer mes commentaires, je rappelle que je n'ai eu qu'une semaine pour prendre connaissance du projet de loi, de ses amendements, des notes explicatives, ainsi que des documents déposés lors de deux consultations faites par l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Comme je n'ai pas participé aux consultations de l'AMF, j'ai peu de recul sur le sujet et il se peut que des éléments importants aient échappé à mon analyse. Cela pourrait affecter la pertinence de certains commentaires, d'autant plus que je ne suis pas un spécialiste de tout ce qui concerne les produits dérivés.

Je rappelle également que l'avis de convocation ne précisait en rien le type de commentaires qu'on attendait de moi.

### 1) Objectifs de mon intervention

Compte tenu de ce qui précède, voici les objectifs que je poursuis avec mon intervention. Dans la mesure où l'application concrète de la loi sera déterminée par règlements, mes commentaires visent à mettre en garde contre certaines situations qui pourraient diminuer l'utilité de la loi. Plus précisément, je ferai une mise en garde contre deux situations d'arbitrage : une concernant le champ d'application de la loi et l'autre concernant l'inscription des personnes pouvant offrir des conseils et distribuer des produits dérivés. Rien ne me permet d'affirmer pour l'instant que les règlements de la loi conduiront à des arbitrages, mais il y a des éléments importants qui devront être considérés. J'ai également comme objectif de réconcilier certains commentaires formulés par d'autres intervenants concernant le champ d'application de la loi, ce qui me permettra de suggérer des avenues de solution pour certains points précis.

## **2) Ma compréhension du projet de loi 77**

Le projet de loi 77 vise à encadrer le secteur des produits dérivés en déterminant les objectifs à atteindre plutôt qu'en déterminant les moyens pour le faire. Comme cette approche est différente de celle pour la Loi sur les valeurs mobilières, il a été jugé plus opportun de créer une loi distincte plutôt que de réviser la Loi sur les valeurs mobilières. Cette distinction implique aussi qu'on définisse ce qui distingue le champ d'application des deux lois, à savoir ce qui constitue un produit dérivé et une valeur mobilière. De plus, dans la mesure où le domaine des produits dérivés évolue rapidement, on a voulu établir des définitions au sens le plus large possible de façon à éviter que la loi ne devienne désuète trop rapidement, et ainsi nuire à une flexibilité de réaction, tant souhaitée que souhaitable.

Le projet de loi vise essentiellement à protéger les investisseurs non sophistiqués, peu importe comment ils transigent et avec qui (marché standardisé ou pas). Les investisseurs suffisamment sophistiqués, que l'on désigne comme « contrepartie qualifiée » dans le projet de loi, sont en effet exclus des objectifs de protection.

La protection des investisseurs non sophistiqués repose principalement sur la divulgation d'information au client et sur les qualifications nécessaires pour conseiller un investisseur non sophistiqué.

Les pouvoirs de surveillance sur le fonctionnement des marchés sont pour la plupart délégués à des organismes d'autoréglementation, et la loi donne aussi des pouvoirs à l'AMF pour intervenir auprès de n'importe quel intervenant si la situation l'exige.

## **3) Rôles des produits dérivés et distinction entre un produit dérivé et un sous-jacent**

Afin de comprendre la différence entre un produit dérivé et un sous-jacent, et surtout, comment les deux sont liés, voici une analogie. Supposons que nous voulons faire un dessin et qu'il faut des crayons de couleur pour le faire. Supposons également qu'on peut acheter les crayons auprès de deux types de vendeur : 1) un vendeur qui ne peut vendre que trois couleurs (jaune, bleu et rouge; appelons-les sous-

jaçentes); 2) un vendeur qui peut vendre des crayons de 200 couleurs. Il est important de noter que n'importe quelle couleur peut être obtenue en combinant les couleurs sous-jaçentes.

Que se passerait-il si on limitait l'accès au deuxième vendeur ou si l'on réglementait la taille de ses crayons et qui peut se servir d'un crayon dont la couleur est autre que sous-jaçente?

L'objectif de cette analogie est de faire voir que non seulement on peut répliquer les flux monétaires d'un sous-jaçent avec des produits dérivés, mais qu'on peut aussi répliquer les flux monétaires des produits dérivés avec des stratégies impliquant des sous-jaçents.

L'analogie permet aussi de situer les différents rôles des produits dérivés sur les marchés. Ceux-ci permettent en effet de « compléter » le marché en offrant des produits ou des stratégies qu'il pourrait être compliqué ou plus long à reproduire. Les produits dérivés permettent aussi de segmenter les risques en permettant aux investisseurs de ne choisir que les risques souhaités. Cela signifie qu'ils permettent de transférer certains risques en les diminuant mais aussi d'augmenter l'exposition à certains risques. Enfin, les produits dérivés permettent souvent d'atteindre le même objectif à un coût plus faible, surtout si les produits sont standardisés. Par exemple, on peut modifier temporairement le niveau de risque d'un portefeuille d'actions, à la hausse ou à la baisse, en prenant des positions sur des contrats à terme boursiers. Cela a le grand avantage d'éviter des frais de transactions importants qui surviendraient à la suite de la vente et du rachat des actions du portefeuille.

Il est aussi important de mentionner qu'une position dans un produit dérivé doit toujours être analysée en considérant l'ensemble des positions risquées dans un portefeuille, ce qui inclut aussi les risques financiers engendrés par les opérations de n'importe quelle compagnie.

Un produit dérivé se distingue donc par le fait qu'il représente souvent une stratégie et ce qu'on tend à oublier, c'est qu'il y a toujours plusieurs façons de reproduire cette stratégie.

#### **4) Arbitrage sur le champ d'application de la loi**

Dans la mesure où l'on peut répliquer tant les sous-jacents que les produits dérivés, les règlements de la loi devront être développés de façon à éviter qu'un arbitrage réglementaire soit possible, selon que le produit financier soit soumis à la Loi sur les valeurs mobilières ou à la Loi sur les instruments dérivés. Si le coût réglementaire est différent selon les deux façons d'obtenir les mêmes flux monétaires, alors il y aura un arbitrage, i.e. qu'on utilisera la stratégie soumise à la loi la moins contraignante.

Cet arbitrage pourrait avoir des conséquences non désirables. S'il est plus coûteux, en incluant les coûts réglementaires, d'acheter ou d'offrir certains produits, alors on pourrait voir certains produits disparaître, ce qui entraînerait une augmentation des frais de transactions pour reproduire le produit en utilisant une autre stratégie. L'arbitrage pourrait aussi désavantager les investisseurs non sophistiqués (qu'on veut justement protéger) s'ils n'ont pas la possibilité de changer de stratégie. Ainsi, l'arbitrage conférerait un avantage à ceux qui peuvent le réaliser, par rapport à ceux qui ne le peuvent pas. Une partie des énergies consacrées à l'innovation aurait donc simplement pour but de minimiser les effets de la loi.

Certaines définitions du projet de loi, notamment celle sur le « produit hybride » laissent entrevoir certains problèmes qui pourraient être rencontrés lors de l'application des règlements. Ce point sera traité de façon spécifique à la section 7. Il est à noter que le fait de procéder par règlement pour déterminer l'application de la loi n'élimine pas la possibilité d'arbitrage. A priori, il faudra aussi porter une attention particulière aux produits qu'on décidera d'exclure du champ d'application de la loi, mis à part ceux qui sont exclus dans l'énoncé de la loi.

#### **5) Arbitrage sur l'inscription**

Au Québec, différentes personnes peuvent distribuer des produits financiers et/ou conseiller des investisseurs. Il y a, entre autres, le conseiller en placement, le représentant en épargne collective et le

planificateur financier (cette liste n'est pas exhaustive). Ces différents titres ne permettent pas tous le conseil et/ou la distribution de produits.

Dans la mesure où la protection des investisseurs est tributaire de la qualification des personnes qui les conseillent, il est important de faire en sorte que les qualifications requises soient semblables pour des produits de complexité similaire.

À l'heure actuelle, ce n'est pas le cas pour au moins une catégorie de produit, i.e. les billets à capital protégé (et autres produits semblables) qui peuvent être distribués par des représentants en épargne collective. Ces produits sont souvent très complexes, et même s'ils offrent une protection de capital, le risque de placement n'est pas toujours facile à analyser. Il faut savoir que ces produits sont souvent basés sur des produits dérivés ou des stratégies semblables. Or, un représentant en épargne collective ne peut pas distribuer des actions, des obligations et encore moins des produits dérivés. Pourtant, on lui permet de distribuer des produits complexes qui sont difficiles à analyser. Les règlements sur l'inscription devront éviter ce genre de situations.

Même s'il faut davantage de qualifications pour pouvoir conseiller et distribuer des produits dérivés, je pense qu'il serait pertinent qu'on s'interroge sur le contenu et les exigences minimales pour obtenir les permis d'exercice. À la lumière des renseignements disponibles (sur le site web de CSI) concernant ces examens, il me semble que les critères devraient être rehaussés, car ils ne permettent pas d'assurer qu'un conseiller en placement puisse effectuer une analyse pertinente des produits.

Pour assurer que des produits financiers pertinents soient transigés et pour protéger un investisseur, il est important que l'information sur l'ensemble des facteurs qui influencent les flux monétaires d'un produit soit disponible et **comprise**. Ainsi, un produit mal conçu, avantageant indûment l'émetteur ou un produit inutile, ne trouvera pas preneur et personne ne sera lésé.

Je vous sou mets donc le critère suivant pour déterminer une partie de la qualification nécessaire pour les produits dérivés. Si un intervenant qui conseille un investisseur, ou transige en son nom, ne comprend pas comment le prix d'un produit dérivé (ou la valeur d'une stratégie) est déterminé, et ce qui influence

son évolution dans le temps, alors il n'est pas qualifié et/ou suffisamment sophistiqué pour utiliser ces produits ou stratégies.

#### 6) Les organismes d'autoréglementation

L'AMF délègue aux organismes d'autoréglementation des pouvoirs sur : 1) le fonctionnement et l'organisation des marchés, et 2) la gestion des qualifications des intervenants.

Mon seul commentaire sur ce sujet sera que cette structure de réglementation impose des besoins au niveau de ses moyens de surveillance des OAR. À mon avis, il est très important que l'AMF s'assure d'avoir les ressources humaines pour non seulement comprendre ce qui se passe, mais surtout pour pouvoir **remettre en question** les pratiques observées et **prévenir** les problèmes à l'avance.

#### 7) Autres commentaires sur des points spécifiques

##### *Opérateur en couverture*

La notion d'opérateur en couverture ne me semble pas nécessaire car elle introduit la raison pour transiger comme critère d'exemption. La raison de la transaction ne saurait être suffisante, ni utile, pour refléter le niveau de qualification de la contrepartie. De plus, cette exemption laisse penser qu'une autre raison de transiger, par exemple la spéculation, mérite davantage d'être encadrée.

La spéculation, c'est tout simplement une prise de risque. Si vous achetez une action, vous spéculiez que son prix va augmenter, peu importe les raisons qui vous amènent à avoir ces anticipations. De plus, pour qu'un opérateur en couverture puisse transférer son risque, il faut forcément que quelqu'un d'autre l'accepte, i.e. un spéculateur. L'un ne peut exister sans l'autre.

*Produit hybride*

Dans les documents déposés lors des consultations de l'AMF, on a évoqué un certain nombre de produits. En voici d'autres sur lesquels il faudra réfléchir : 1) obligation indexée, 2) obligation convertible, 3) un billet à capital protégé utilisant des produits dérivés ou en répliquant les effets.

À mon humble avis, il sera très difficile de statuer sur la prédominance d'une caractéristique pour déterminer quelle loi s'applique. Par exemple, une obligation convertible est une obligation à laquelle on ajoute une option d'achat sur actions.

Une piste pour l'établissement d'un règlement pourrait être de définir le produit en incluant toute stratégie répliquant exactement sa structure de flux monétaires, peu importe la combinaison de produits dérivés et de valeurs mobilières nécessaire. Il faudrait alors que les règlements des deux lois soient harmonisés.

*Contrepartie qualifiée*

À la lecture des définitions sur les contreparties qualifiées, je ne suis pas certain d'avoir saisi comment sont traitées les entreprises non-financières. Par exemple, est-ce qu'on considère qu'une entreprise comme Bombardier est aussi qualifiée qu'une PME qui fabrique des meubles et qui en exporte une partie aux États-Unis? Si cette PME prend une position dans des contrats à terme (« forward ») sur le taux de change dans un contrat de gré à gré avec une banque, la PME est-elle vraiment une contrepartie qualifiée?

*Qualité de l'information disponible aux investisseurs*

On parle beaucoup de l'information qui doit être divulguée aux investisseurs lorsqu'ils transigent un produit dérivé. Cette information est généralement contenue dans un prospectus remis au client, et le client est réputé en avoir pris connaissance et comprendre l'information qui s'y trouve. Il serait intéressant de faire des sondages pour valider la compréhension réelle des clients. L'AMF devrait aussi

songer à encadrer davantage l'information utilisée pour faire la promotion des produits financiers auprès des investisseurs et des conseillers. Plus précisément, il serait utile de prescrire l'utilisation de certains termes qui peuvent avoir plusieurs sens et dont la compréhension n'est pas universelle. Par exemple, le mot « rendement » devrait toujours être qualifié. Par exemple, s'agit-il d'un rendement mensuel, annuel, basé sur une moyenne arithmétique ou géométrique? Est-il ajusté pour le risque? Etc.

#### **8) Conclusion**

Je suis d'accord avec les objectifs poursuivis par la loi et sur le choix du type de loi choisi pour faire l'encadrement du secteur des instruments financiers. Par contre, il sera important que les règlements qui seront mis en place évitent la possibilité d'un arbitrage réglementaire, ou à tout le moins que les gains d'arbitrage soient minimisés. Il sera aussi important que les règlements concernant l'inscription évitent que des qualifications différentes soient requises pour des produits de complexité similaire. À mon avis, les critères de qualifications devraient être rehaussés.