



International Swaps and Derivatives Association, Inc.
360 Madison Avenue, 16th Floor
New York, NY, 10017
United States of America
Telephone: (212) 901-6000
Facsimile: (212) 901-6001
email: isda@isda.org
website: www.isda.org

Le 8 novembre 2007

PAR COURRIEL ET PAR LA POSTE

Autorité des marchés financiers

Tour de la Bourse
800, Square Victoria, 22^e étage
C.P. 246
Montréal (Québec) H4Z 1G3

À l'attention de M^e Anne-Marie Beaudoin, Secrétaire

Objet: Commentaires sur le document du 10 août 2007 de l'Autorité des marchés financiers intitulé *Projet d'encadrement des dérivés*

Mesdames, Messieurs,

L'International Swaps and Derivatives Association, Inc. (l'« **ISDA** »)¹ est reconnaissante de pouvoir présenter ses commentaires sur le document intitulé *Projet d'encadrement des dérivés*, publié pour consultation par l'Autorité des marchés financiers (AMF) le 10 août 2007 (**projet d'encadrement**). ISDA apprécie l'occasion qui lui est donnée de présenter ses commentaires à la suite de ceux qu'elle a soumis le 27 juillet

¹ L'ISDA, qui représente des participants du secteur des dérivés négociés de gré à gré, est la plus grande association commerciale du secteur financier dans le monde, compte tenu du nombre de membres. Constituée au moyen d'une charte en 1985, l'ISDA compte actuellement plus de 815 institutions membres réparties dans 56 pays, sur six continents. Elle compte parmi ses membres la plupart des grandes institutions du monde qui effectuent des opérations sur dérivés négociées de gré à gré ainsi qu'un grand nombre des entreprises, entités gouvernementales et autres utilisateurs finaux qui ont recours aux dérivés de gré à gré pour gérer efficacement les risques liés aux marchés des capitaux inhérents à leurs principales activités financières. De plus amples renseignements sur l'ISDA et ses activités figurent sur le site Web de cette association à www.isda.org.

2006 relativement au document intitulé *Encadrement des marchés des dérivés au Québec* publié par l'AMF le 1^{er} mai 2006 (**rapport de 2006**).

Cette soumission est présentée en français et en anglais afin d'en faciliter la consultation par d'autres organisme de réglementation et intervenants du secteur.

Les modifications que le projet d'encadrement apportera en bout de ligne auront sans doute un impact déterminant sur les secteurs canadien et transfrontalier des dérivés. Dans ces circonstances, l'ISDA croit qu'il est absolument essentiel pour assurer l'équité, la transparence et l'intégrité du processus de réglementation que tous les commentaires présentés en réponse à ces propositions soient publiés sur le site Web de l'AMF, conformément à la démarche suivie par l'AMF en ce qui concerne les commentaires présentés relativement au rapport de 2006 et par les autres organismes régissant ce secteur d'activités, dont la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis et la *Commodities Futures Trading Commission* des États-Unis. Il est essentiel que les divers organismes de réglementation, le gouvernement et les intervenants du secteur aient tous une compréhension claire des préoccupations et des positions des diverses parties intéressées par rapport au projet d'encadrement et qu'ils aient l'occasion de présenter des observations sur ces positions pour que la fonction même du processus de consultation soit effectivement remplie. Si l'AMF n'entend pas publier tous les commentaires présentés sur le projet d'encadrement, le soussigné vous prierait de l'en aviser dès que possible afin que l'ISDA puisse présenter d'autres observations sur ce point de procédure d'une grande importance.

Les observations de l'ISDA portent uniquement sur les parties du projet d'encadrement qui traitent des opérations sur dérivés de gré à gré (**dérivés de gré à gré**). La présentation de ces observations n'implique aucunement que les membres de l'ISDA appuient l'ensemble ou un aspect particulier de ce projet.

La présente soumission signale les principales difficultés à caractère conceptuel soulevées par le projet d'encadrement et comporte quelques observations plus détaillées sur certaines dispositions précises de la proposition de législation sur les dérivés (**proposition de législation**) et de la proposition de réglementation sur les dérivés (**proposition de réglementation**).

L'ISDA loue les progrès réalisés par l'AMF en vue de régler certaines questions de fond importantes soulevées par l'ISDA dans ses commentaires sur le rapport de 2006. L'ISDA réitère aussi son appui à la position de principe de l'AMF présentée dans le rapport de 2006 suivant laquelle l'autorité de réglementation ne devrait intervenir que lorsque des produits dérivés de gré à gré sont offerts aux investisseurs de détail ou lorsqu'il y a fraude ou manipulation du marché.²

A. Aperçu des observations et recommandation

Nous notons qu'en dépit des observations présentées par l'ISDA et par de nombreux autres intervenants sur le rapport de 2006, l'AMF a choisi la méthode qui

² Voir la page ii du rapport de 2006.

consiste à « inclure d’abord et exclure après » pour définir et réglementer les dérivés (**approche d’inclusion globale**), plutôt que la définition des dérivés de gré à gré plus ciblée préconisée par le Comité d’examen sur la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l’Ontario dans son rapport final de janvier 2007 (**rapport ontarien**) et appuyée par l’ISDA.³

Compte tenu de cette approche, l’ISDA incite l’AMF à modifier la proposition de législation de sorte : 1) à ce que celle-ci opère une distinction plus nette entre les dérivés de gré à gré et les dérivés standardisés, 2) à ce qu’elle exclut plus clairement de son champ d’application les instruments déjà régis par la législation en valeurs mobilières et les instruments assujettis à la législation sur les banques et à d’autres lois fédérales régissant les institutions financières, et 3) à ce qu’elle exclut aussi de son champ d’application toutes les opérations sur dérivés de gré à gré autres que de détail, sous réserve de la création d’infractions et de dispositions pénales d’application autonomes qui établissent la compétence de l’AMF sur de tels instruments uniquement dans les cas de fraude et de manipulation du marché. Ces modifications de la proposition de législation contribueraient pour beaucoup à réduire l’incertitude réglementaire à laquelle donne inévitablement lieu l’amalgame opéré dans tout le Projet d’encadrement entre les dérivés de gré à gré et les dérivés standardisés, malgré leurs caractéristiques et risques fondamentalement différents.

Comme l’ISDA l’a signalé dans ses observations sur le rapport de 2006, les institutions qui participent activement au marché des dérivés de gré à gré sont déjà assujetties à une vaste réglementation et à d’autres exigences en matière de gestion du capital et des risques (comme les normes Bâle II), expressément conçues pour imposer une gestion des risques saine et sécuritaire et des pratiques de négociation prudentes, obligations qui, à tout le moins sur le marché autre que de détail, réduisent le besoin d’une intervention réglementaire en profondeur.

Si, conformément à la volonté déclarée de l’AMF de n’intervenir qu’à l’égard du marché de détail des dérivés de gré à gré ou en cas de fraude ou de manipulation du marché, la compétence de l’AMF sur les dérivés de gré à gré autre que de détail serait limitée à des dispositions autonomes d’infraction et de redressement applicables spécifiquement à ces instruments, l’AMF aura réalisé une convergence significative avec l’approche ciblée recommandée par le rapport ontarien et appuyée par l’ISDA.

L’AMF aura par ailleurs sensiblement réduit le risque bien réel de compromettre la certitude et la stabilité des opérations sur dérivés de gré à gré institutionnelles en raison des infractions et des dispositions pénales très générales que la proposition de législation propose actuellement d’appliquer à ces instruments. Selon l’ISDA, il est impératif que l’AMF adopte une approche plus ciblée conforme à celle décrite dans le rapport ontarien pour permettre aux institutions financières et aux parties contractantes du Québec de continuer à participer activement aux marchés canadiens et internationaux des dérivés de gré à gré.

³ *Final Report to Minister Gerry Phillips, Minister of Government Services and Minister responsible for securities regulation, January 2007* (le « **rapport ontarien** »). Voir les commentaires de l’ISDA sur l’approche d’inclusion globale dans la partie 2A de ses observations sur le rapport de 2006 qui traite du rapport provisoire du 25 mai 2006 du Comité d’examen de la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises* de l’Ontario.

B. Nécessité de réglementer de façon distincte les dérivés de gré à gré et les dérivés standardisés

L'ISDA appuie avec l'approche fondamentale de l'AMF qui consiste à assujettir les dérivés et les valeurs mobilières à des cadres réglementaires distincts, étant donné les différences fondamentales entre ces deux types d'instruments. Toutefois, l'amalgame des dérivés de gré à gré et des dérivés standardisés opéré par le projet d'encadrement et l'assujettissement des dérivés de gré à gré à une réglementation semblable à celle qui s'applique aux valeurs mobilières sont problématiques.

Le projet d'encadrement comporte une terminologie propre aux valeurs mobilières, laquelle est appliquée indifféremment tant aux dérivés de gré à gré qu'aux dérivés standardisés. Quelques exemples :

1. le paragraphe 5 1° de la proposition de législation énonce que « *la proposition de législation établit un régime de réglementation destiné à : 1° encadrer l'offre et la négociation des dérivés [...]* »;
2. l'article 12 définit le terme « *produit financier institutionnel* » comme « *l'un des instruments, contrats ou titres suivants offerts, mis en circulation, émis ou conclus par une banque ou une institution financière canadienne [...]* »;
3. l'article 13 mentionne « *le dérivé de gré à gré offert, mis en circulation, émis ou conclu conformément à la loi [...]* »;
4. l'article 94 prévoit que « *[n]ul ne peut offrir un dérivé au public si ce n'est conformément à la présente proposition de législation* »;
5. l'article 103 fait référence à « *[t]oute personne qui acquiert ou aliène un dérivé dont le sous-jacent est le titre d'un émetteur assujetti à l'égard duquel elle est initiée en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières [...]* »;
6. le paragraphe 273 1° édicte que l'AMF a le pouvoir d'« *établir des règles concernant l'offre et la négociation de dérivés ou une opération sur ceux-ci [...]* » *[nos soulignés]*.

L'emploi d'une telle terminologie, déjà inadaptée au contexte des dérivés standardisés, convient encore moins aux dérivés de gré à gré, lesquels ne sont pas « négociés » sur un marché, « offerts », « mis en circulation » ou « émis ».

La mention à l'article 13 d'un « *dérivé de gré à gré [...]* conclu conformément à la loi » soulève de nombreuses difficultés conceptuelles car, contrairement aux opérations sur valeurs mobilières, les dérivés de gré à gré sont habituellement conclus aux termes de contrats négociés de gré à gré sur une base privée (p. ex., la convention-cadre de l'ISDA et les confirmations subséquentes) et non conformément à une loi en particulier. Par conséquent, nous vous suggérons de supprimer les mots « conformément à la loi » dans l'article 13.

L'application aux dérivés de gré à gré d'une terminologie conçue spécifiquement pour réglementer les valeurs mobilières porte à confusion et accroît le risque que les lois et la jurisprudence dans les domaines des valeurs mobilières et des sociétés (p. ex., la *Loi*

sur les compagnies (Québec) et la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*) soient utilisées de manière inappropriée pour fonder l'interprétation de certaines dispositions de la proposition de législation et leur application aux dérivés de gré à gré.

Pour justifier une nouvelle loi sur les dérivés, distincte de la législation en valeurs mobilières du Québec, le rapport de 2006 souligne qu'il existe « *une différence fondamentale entre les valeurs mobilières et les instruments dérivés. Les premiers sont des produits d'investissement alors que les seconds servent à gérer des risques.* »⁴

Cette distinction passe sans doute à côté d'un aspect essentiel de la question, car les intervenants du marché ont recours aux dérivés standardisés et aux dérivés de gré à gré tant à des fins de placement spéculatif qu'à des fins de couverture du change, du crédit, des taux d'intérêt et d'autres risques commerciaux.

Plutôt que d'essayer de régler ensemble les deux types de produits, le projet d'encadrement devrait chercher à faire ressortir plus clairement les différences fondamentales entre les contrats sur dérivés négociés de gré à gré sur une base privée par deux parties contractantes et les dérivés standardisés négociés sur un marché organisé, qui peuvent soulever des enjeux réglementaires particuliers (p. ex., un risque relativement plus élevé de manipulation du marché et de fraude).⁵

Conformément à la proposition du rapport ontarien, ce que l'organisme de réglementation devrait véritablement chercher à régler ou, selon le cas, à exclure spécifiquement, ce n'est pas le contrat en tant que tel mais l'ensemble du marché sur lequel le contrat est conclu, compte tenu des caractéristiques et des risques propres au marché en cause et à ses participants. Comme il est aussi indiqué dans le rapport ontarien, cette approche axée sur le marché devrait s'appliquer d'une manière compatible (sans faire double emploi) avec la réglementation de ces marchés dans le reste du Canada, aux États-Unis, en Europe et ailleurs sur lesquels les participants québécois interviennent également. À la lumière de cette approche, un contrat sur dérivé négocié de gré à gré entre des parties contractantes autres que des investisseurs de détail ne constitue pas réellement un marché et ne devrait pas, par conséquent, être réglementé. En revanche, on s'entend généralement pour dire qu'une offre plus large de produits de couverture de marchandises relativement standardisés à des investisseurs de détail s'assimile davantage à une forme de marché qu'à un contrat de gré à gré et devrait être réglementée en conséquence même si ces produits ne sont pas négociés sur un marché organisé.⁶

Pour illustrer plus amplement les difficultés conceptuelles et pratiques bien réelles que la réglementation combinée des dérivés de gré à gré et des dérivés standardisés occasionnerait, examinons l'article 248 de la proposition de législation. Cet article porte : « *Constitue une infraction le fait, à l'occasion de l'offre, de la négociation ou d'une opération sur un dérivé, de : [...]*

- 2° *s'engager à assumer toute obligation relativement à un dérivé;*
- 3° *se porter garant de la valeur ou du prix éventuel du dérivé ou de son sous-jacent.* »

De par sa nature même, un dérivé de gré à gré comporte ces deux caractéristiques. Or, la proposition de législation n'exclut pas l'application de cette disposition aux dérivés de gré à gré. Par conséquent, un participant sur le marché des dérivés de gré à gré au

⁴ Page 3 du rapport de 2006.

⁵ Le rapport de 2006 souligne aussi ces différences fonctionnelles. Voir, par exemple, la page 18.

⁶ Rapport ontarien, précité, pages 16 et suivantes.

Québec commettrait une infraction aux termes de la proposition de législation dès lors qu'il conclut un dérivé de gré à gré. Même si l'objet de cette disposition est de réglementer les arrangements entourant le dérivé lui-même, la disposition demeure problématique puisqu'elle interdit de contracter des obligations liées aux dérivés, comme la garantie des obligations aux termes d'un swap ou d'un swaption (c.-à-d., une option permettant de conclure un swap). La proposition de législation précise que cette disposition tire sa source de l'article 199 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Québec) (LVM). Il est toutefois évident que la disposition correspondante ne fonctionne pas à l'égard des dérivés de gré à gré et ne devrait probablement pas non plus s'appliquer aux dérivés négociés sur un marché organisé.

Étant donné l'intention de l'AMF d'établir un cadre réglementaire distinct pour les dérivés, nous pensons que ce cadre doit exclure clairement et globalement de son champ d'application les opérations sur dérivés de gré à gré autres que de détail, comme il est exposé plus longuement dans la partie D ci-après.

La portée du projet d'encadrement en tant que tel devrait aussi être clairement délimitée. Il ne devrait pas renvoyer à des règles externes ni accorder à l'AMF un pouvoir de réglementation si peu délimité que celle-ci pourrait, par règlement, reconstituer son autorité de réglementer les dérivés de gré à gré, à supposer que cette autorité ait été plus convenablement circonscrite dans la proposition de législation.

À cet égard, nous notons que lorsqu'elle a sollicité des commentaires relatifs à l'énumération des pouvoirs décrits dans la proposition de législation, l'AMF a reconnu ceci : « *L'énumération des pouvoirs est très large et comprend une multitude d'éléments, qui peuvent être difficiles à réconcilier avec l'approche générale et globale de certains des principes qui apparaissent à la proposition de législation. Il convient de rechercher un équilibre adéquat entre les principes énoncés et les dispositions réglementaires nécessaires pour assurer la transparence requise pour les personnes assujetties à l'encadrement. En conséquence, nous sollicitons des commentaires spécifiques sur cette question : les éléments présentés permettraient-ils d'atteindre un juste équilibre à cet égard?* » [nos soulignés]⁷. Nous croyons que le pouvoir de réglementation qu'il est proposé d'accorder à l'AMF et au gouvernement ne le permettrait pas.

Par exemple, nous notons qu'au Titre IX, Chapitre 1 (Coopération entre les provinces et les territoires), l'article 216 de la proposition de législation indique que la « *législation applicable en matière de dérivés* » comprend « *1° la présente proposition de législation, [et] 2° toute autre loi du Québec régissant le marché des dérivés* »; que l'article 227 de la proposition de législation édicte que l'AMF « *peut, par règlement, intégrer par renvoi toute disposition de la législation applicable en matière de dérivés d'une autre autorité* » et que l'article 273 de la proposition de législation habilite l'AMF à prendre des règlements aux fins suivantes : « *1° établir des règles concernant l'offre et la négociation de dérivés ou une opération sur ceux-ci, notamment aux fins [...] d'empêcher [...] une offre ou une négociation de dérivés qui est injustement préjudiciable aux clients et aux investisseurs* »; « *4° [...] déterminer les conditions de l'offre et la négociation d'un dérivé, ou une opération sur celui-ci* », « *7° réglementer les opérations effectuées sur dérivés* », « *24° établir les règles de fonctionnement d'un marché de dérivés de gré à gré* » et « *33° définir les termes et expressions utilisés pour*

⁷ Projet d'encadrement, page 9.

l'application de la présente proposition de législation ou des règlements pris en vertu du présent article ». Le paragraphe 275 1° accorde aussi au gouvernement un pouvoir de réglementation étendu pour « 1° déterminer les autres types de dérivés soumis à la présente proposition de législation ou des critères suivant lesquels un instrument, un contrat financier ou un titre est assimilable à un dérivé; et l'article 277 énonce qu'« un règlement pris en vertu de la présente proposition de législation peut conférer un pouvoir discrétionnaire à l'Autorité ». Les dispositions de ce type accordent un pouvoir inutilement vaste et semblent permettre la réglementation des opérations sur dérivés de gré à gré institutionnelles par d'autres lois ou un autre pouvoir de réglementation. Les dispositions attributives d'un pouvoir de réglementation à l'AMF et au gouvernement devraient être soigneusement circonscrites en fonction d'un impératif réglementaire précis et prévoir que toute proposition de réglementation devra être publiée pour consultation et examinée par le gouvernement avant son édicte.

Comme il est précisé plus loin, certaines dispositions d'infraction et de redressement sont si peu délimitées que la définition d'un dérivé, en général, et d'un dérivé de gré à gré, en particulier, est laissée entièrement à la discrétion de l'organisme de réglementation. À notre sens, cette approche globale est inadaptée et ne servirait qu'à compromettre la transparence, la certitude et la stabilité que l'AMF devrait rechercher à promouvoir à l'égard des opérations sur dérivés de gré à gré institutionnels conclus au Québec ou avec des parties contractantes du Québec.

C. **Nécessité d'exclure de façon claire et plus globale les valeurs mobilières et autres produits financiers**

L'exclusion en vrac des valeurs mobilières, des produits bancaires et des autres produits financiers à l'article 12 de la proposition de législation porte à confusion. La proposition de législation devrait contenir des dispositions claires excluant spécifiquement de son champ d'application chaque type d'instrument, de manière à définir plus clairement les produits exclus. Elle devrait comporter une exclusion générale pour les produits de valeurs mobilières (**exclusion des produits de valeurs mobilières**) et une exclusion générale pour les autres produits financiers (**exclusion des autres produits financiers**). La proposition de législation devrait énoncer plus clairement que ces instruments sont exclus de son champ d'application.

De plus, nous constatons qu'il existe une certaine (et peut-être inévitable) circularité à la définition d'un « dérivé » à l'article 1 du projet d'encadrement (défini à l'article 1 comme « *un instrument, contrat ou titre [...]* ») et à l'exclusion à l'article 12 d'« *un contrat d'investissement au sens de l'article 1 de la [LVM]* » de la définition de « dérivé » et que certains types très précis de dérivés de gré à gré ou standardisés pourraient, selon leurs caractéristiques propres, se retrouver éventuellement visés par une ou plusieurs branches de la définition de « valeur mobilière » aux termes des lois sur les valeurs mobilières de certains territoires ou par la définition de toute « forme d'investissement » réglementée aux termes de l'article 1 de la LVM ou du Règlement sur les valeurs mobilières (**RVM**).⁸

⁸ Voir dans Grotenthaler & Henderson, *The Law of Financial Derivatives in Canada*, Thomson Canada Limited, l'interprétation du terme « contrat d'investissement » faite par la Cour suprême du Canada dans l'arrêt *Pacific Coast Coin Exchange of Canada Ltd. c. Ontario (Securities Commission)*, [1978] 2 R.S.C. 112 (C.S.C.) ainsi que les critères s'y rapportant et l'exposé intitulé « *When is a 'derivative' a security?* » à

L'un des avantages qu'une loi de cette nature peut apporter aux marchés des dérivés de gré à gré est la certitude quant à savoir si un contrat donné est assujéti ou non aux lois sur les valeurs mobilières ou aux lois sur les dérivés. Traditionnellement, cette analyse a été centrée sur la question de savoir si un dérivé est ou non un « contrat d'investissement ». Si la proposition de législation conserve le terme « contrat d'investissement » dans les définitions, elle codifiera l'incertitude qui prévaut actuellement. La loi devrait par conséquent préciser les circonstances dans lesquelles un dérivé est ou n'est pas un « contrat d'investissement ».

Pour clarifier la notion de dérivé et en réduire autant que possible la circularité, nous suggérons aussi que les définitions des termes « dérivé », « dérivé standardisé » et « dérivé de gré à gré » et les exclusions connexes à l'article 12, y compris les définitions de « produit financier institutionnel » et de « client qualifié » [partie qualifiée], soient regroupées et définies séparément au Chapitre II (Définitions), et que les exclusions et dispenses du Chapitre III soient présentées dès le Chapitre I (qui pourrait alors s'intituler « Objet et portée »). Ainsi, il serait plus clairement établi que l'un des principes directeurs de la réglementation sur les dérivés est l'inclusion ou l'exclusion d'un instrument du champ d'application de la proposition de législation ou, dans le cas d'un dérivé de gré à gré dispensé (défini dans la partie D ci-après), son assujétissement à certaines dispositions particulières de la proposition de législation. Le Chapitre I pourrait alors renvoyer à la définition de « produit hybride » au Titre II de la proposition de législation et prévoir la résolution de tout problème de qualification selon ce principe.

L'ISDA propose aussi qu'à l'occasion de la prochaine version du projet d'encadrement, l'AMF publie les projets de modification de la LVM et du RVM visant à éliminer tout recoupement avec le Projet d'encadrement des dérivés. Comme il est indiqué dans les observations de l'ISDA sur le rapport de 2006, la définition d'« opération visée » adoptée au Québec à l'article 1.6 du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription (Règlement 45-106)* devra être modifiée de manière à ce que soient supprimés les mots « *la conclusion d'un dérivé* ».

Nous constatons aussi une certaine circularité dans la deuxième phrase de la définition de « dérivé standardisé » (article 2), qui énonce : « *Il en est de même d'un dérivé de gré à gré présentant en substance les mêmes caractéristiques à la suite du rapprochement des modalités et données de l'opération dont il est l'objet.* ». Il s'agit d'une définition qui est déterminante quant à la portée de l'application de la proposition de législation aux dérivés de gré à gré mais sa signification est très floue.

En ce qui a trait à l'exclusion des produits de valeurs mobilières, elle devrait inclure de manière générale tout titre qui est expressément régi par la LVM (dans sa version comportant les éventuelles modifications corrélatives qui lui auront été apportées) et par toute autre législation en valeurs mobilières applicable au Québec, ainsi que tout produit hybride principalement assimilable à une valeur mobilière conformément aux conditions prescrites par règlement (en l'occurrence l'article 3 de la proposition de réglementation).

Pour ce qui est de l'exclusion des autres produits financiers, l'article 12 de la proposition de législation définit « *produit financier institutionnel* » comme « *l'un des instruments, contrats ou titres suivants offerts, mis en circulation, émis ou conclus par une banque ou une institution financière canadiennes ou une filiale de celles-ci, à*

l'article 10.2.3.

l'exception d'une filiale qui est un courtier ou un conseiller en dérivés ou en valeurs mobilières ». La liste des produits s'énonce comme suit :

- 1° *les dépôts d'argent et les soldes créditeurs de compte de dépôt ou d'épargne, les certificats de dépôt et les titres d'emprunt;*
- 2° *une acceptation bancaire;*
- 3° *une lettre de crédit ou un prêt;⁹*
- 4° *un compte de débit associé à l'utilisation d'une carte de crédit;*
- 5° *une participation dans un prêt cédée à un client qualifié;¹⁰*
- 6° *le contrat d'assurance ou de rente établi par un assureur titulaire d'un permis délivré en vertu de la Loi sur les assurances, la Loi sur les sociétés d'assurances (Lois du Canada, 1991, chapitre 47) ou la législation d'un territoire du Canada;*
- 7° *un instrument, un contrat ou un titre prescrit par règlement. » [nos soulignés]*

Tout comme l'exclusion des produits de valeurs mobilières, l'exclusion des produits bancaires et d'assurance et des autres produits financiers devrait prévoir des catégories générales visant à englober tout type de produit qu'une banque, société d'assurance ou autre institution financière réglementée peut offrir ou conclure et qui sont fondamentalement des produits bancaires. Par exemple, tout contrat de taux d'intérêt ou de change conclu avec une banque devrait automatiquement être exclu de la portée de la proposition de législation, exclusion qui n'est actuellement pas prévue au titre de l'exclusion des produits financiers et de l'exclusion des dérivés de gré à gré prévue à l'article 13 (voir plus loin). Ces produits relèvent des pouvoirs principaux des banques.

L'ISDA rappelle la difficulté, selon une approche d'inclusion globale, de dresser une liste complète d'exclusions dans un domaine où l'innovation des produits est le moteur et la force vitale des marchés financiers.

En l'absence de telles catégories générales, tout produit qui ne serait pas spécifiquement exclu de la liste des produits énumérés à l'article 12 serait automatiquement réglementé à titre de dérivé en vertu de la proposition de législation.

La portée de la phrase « *une banque ou une institution financière canadiennes ou une filiale de celles-ci,* » devrait être élargie par la suppression du mot « canadiennes », puisque la capacité des banques étrangères d'offrir les types de produits énumérés ne devrait pas être réglementée en tant que telle par la proposition de

⁹ La mention des lettres de crédit et des prêts est très limitative. Par exemple, cette disposition devrait aussi englober les lettres de garantie et viser de manière plus générale le « crédit » et non seulement les « prêts ».

¹⁰ Cette disposition serait censée englober aussi les cessions liées au crédit. L'emploi du terme « client qualifié » dans ce contexte est flou.

législation. Étant donné que ce libellé vise plutôt à définir les types de produits qui ne sont pas visés par la proposition de législation, le terme « *canadiennes* » est superflu. De plus, en l'état actuel, ce libellé implique qu'une acceptation bancaire, une lettre de crédit ou un prêt d'une banque étrangère seraient automatiquement assujettis à la proposition de législation.

La liste de produits utilisée pour définir un « *produit financier institutionnel* » devrait être présentée « *pour plus de certitude* » seulement puisqu'il n'est pas clair comment la plupart de ces produits auraient par ailleurs pu respecter la définition fondamentale d'un dérivé et puisqu'il existe plusieurs autres types d'opérations ou de produits bancaires qui n'y sont pas énumérés, dont les conventions de mise en pension de titres, les conventions de prêt de titres et les prêts sur marge. En réalité, il est probablement inutile d'énumérer spécifiquement quelque produit bancaire que ce soit.

Le mot « *filiale* » devrait être remplacé par un terme au sens plus étendu, comme « *membre du groupe* ». Les notions de « *contrôle* », « *filiale* » et « *groupe de sociétés* » définies à l'article 8 et suivants de la LVM devraient aussi figurer sous le Titre I du Chapitre II (Interprétation) de la proposition de législation.

Comme nous l'avons indiqué, à moins que les produits bancaires, d'assurance et autres produits financiers réglementés au niveau fédéral ne soient clairement exclus, ils seront réglementés à titre de dérivés aux termes de la proposition de législation, avec les difficultés d'interprétation et de compétence qui en découleraient et que l'AMF se doit d'éviter de créer par la proposition de législation si elle ne veut pas déstabiliser le marché de détail et institutionnel de ces autres produits financiers au Québec.

D. Nécessité d'exclure la façon claire et plus globale les produits dérivés de gré à gré

L'article 13 de la proposition de législation est censé exclure globalement du champ d'application du Titre III (Courtiers et conseillers en dérivés) et du Titre IV (Opérations sur dérivés) les dérivés suivants :

« 1° le dérivé de gré à gré prescrit par règlement;

2° le dérivé de gré à gré offert, mis en circulation, émis¹¹ ou conclu conformément à la loi par l'une ou l'autre des personnes suivantes :

- a) une banque canadienne;
- b) une institution financière canadienne;
- c) une filiale d'une personne visée aux sous-paragraphes a) ou b), dans la mesure où cette dernière détient la totalité des actions comportant droit de vote de la filiale, exclusion faite de celles que détiennent les administrateurs de la filiale ou ses employés dans le cadre d'un régime mis en place par cette dernière; (Source : Règlement 45-106, art. 1.1, «investisseur qualifié»)

¹¹ Comme il est indiqué précédemment, cette terminologie propre aux valeurs mobilières ne convient pas aux contrats sur dérivés de gré à gré.

d) *un courtier ou conseiller en dérivés inscrit, agissant pour compte propre ou pour un client qualifié;*

e) *un client qualifié.* » [*nos soulignés*]

Comme dans le cas de l'exclusion des autres produits financiers, cette exclusion (**exclusion des dérivés de gré à gré autres que de détail**) est fondamentale pour le marché canadien des dérivés de gré à gré et justifie un certain nombre de commentaires d'ordre général et particulier.

Nos observations présentées dans la partie C quant à la nécessité de clarifier les définitions et les exclusions de base s'appliquent également ici.

De plus, la construction de l'article 13 est floue car, par exemple, une banque canadienne (visée en 2° b)) et une institution financière canadienne (visée en 2° c)) sont également visées par la définition de « client qualifié » figurant en 2° e). La dispense peut-elle être invoquée (comme le projet actuel semble le suggérer par l'emploi des mots « *offerts, mis en circulation ou émis par* ») uniquement si une seule des parties au contrat de dérivé de gré à gré est une personne visée?

Par souci de clarté, de cohérence et d'harmonisation, nous croyons que la définition de « clients qualifiés » devrait simplement intégrer par renvoi la définition d'« investisseur qualifié » de l'article 1.1 du Règlement 45-106 et conserver les termes « *opérateur en couverture* » en 18° et « *client qualifié* » reconnu par règlement ou désigné comme tel par l'AMF en 19°. La définition devrait également viser « *un organisme supranational ou une institution financière établi aux termes d'une convention multilatérale* » (p. ex., la Société Financière Internationale, la Banque mondiale, la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, etc.)

S'il faut absolument, par principe, dresser une autre liste réglementaire de « clients qualifiés », l'annexe A présente des modifications à la proposition de législation que nous proposons, dont l'emploi suggéré du terme « partie qualifiée » plutôt que « client qualifié », qui laisse entendre la création d'une relation avec un client.

Le proposition de réglementation devrait également permettre spécifiquement à une partie à une opération sur dérivé de se fonder sur les déclarations factuelles d'une autre partie quant au statut de « client qualifié » de cette dernière, à condition que la partie qui se fonde sur les déclarations n'ait aucun motif valable de les croire fausses.¹²

De manière générale, nous signalons les points suivants :

1. L'exclusion des dérivés de gré à gré autres que de détail devrait être élargie, tout comme l'exclusion des produits de valeurs mobilières et l'exclusion des autres produits financiers, de sorte que les produits dérivés de gré à gré visés par l'exclusion des dérivés de gré à gré autres que de détail (**dérivés de gré à gré dispensés**) soient exclus du champ d'application de la proposition de législation, sous réserve de dispositions précises permettant à l'AMF d'exercer sa compétence sur ces instruments en cas de fraude ou de manipulation du marché.

¹² Voir l'article 1.10 de l'Instruction générale relative au Règlement 45-106.

2. Dans le rapport de 2006¹³, l'AMF a déclaré que « *Les instruments hors cote négociés de gré à gré entre personnes averties seraient dispensés des obligations réglementaires de la Loi. L'AMF interviendrait seulement lorsque ces instruments sont offerts aux investisseurs de détail ou lorsqu'il y aura une fraude ou une manipulation de marché.* » De la façon dont la proposition de législation est actuellement structurée, tout dérivé de gré à gré qui n'est pas clairement visé par l'exclusion des dérivés de gré à gré autres que de détail serait réglementé aux termes du Titre III (Courtiers et conseillers en dérivés), du Titre IV (Opérations sur dérivés) et tous les dérivés de gré à gré, y compris les dérivés de gré à gré dispensés, seraient assujettis au Titre VII (Administration de la loi), au Titre VIII (Mise en application), au Titre IX (Mécanismes interterritoriaux et immunités), du Titre X (Interdictions, obligations et dispositions pénales) et au Titre XI (Règlements, dispositions transitoires et finales). Nous signalons au passage que la numérotation des titres n'est pas séquentielle, puisqu'il n'y a pas de Titres V et VI.
3. Il est évident que dans son libellé actuel, le pouvoir de l'AMF sur les dérivés de gré à gré dispensés est beaucoup plus étendu que le pouvoir d'intervention uniquement en cas de fraude ou de manipulation du marché que l'AMF avait déclaré vouloir se réserver. Nous constatons que les dérivés de gré à gré dispensés seraient assujettis, par exemple, aux dispositions suivantes de la proposition de législation :
- a) l'exercice par l'AMF de « *la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public* » (article 133);
 - b) la capacité de l'AMF d'« *exiger la modification de tout document établi en application de la présente proposition de législation ou d'un règlement, interdire la diffusion d'un document [...]* » (article 134);
 - c) la capacité de l'AMF « *selon les modalités et aux conditions qu'elle détermine, [de] prendre une décision ayant une portée générale ou particulière et pouvant s'appliquer spécifiquement à toute matière relevant de sa compétence en vertu de la présente proposition de législation* » (article 136);
 - d) la capacité de l'AMF « *à l'intérieur de la discrétion qui lui est conférée, [d']établir des instructions générales se rapportant à l'application de la présente proposition de législation* » (article 138);
 - e) la capacité de l'AMF de « *suspendre la prise d'une décision relative à une demande jusqu'à la souscription, par le demandeur,*

¹³ Page ii du rapport de 2006.

d'un engagement d'assumer la totalité ou une partie du coût des travaux de recherche que l'AMF juge nécessaires pour pouvoir décider de la demande qui lui est soumise » (article 142);

- f) la capacité du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières (**Bureau**) de « *refuser le bénéfice d'une dispense prévue par la présente proposition de législation ou par règlement dans tous les cas où il estime que l'intérêt du public l'exige* » (article 157);
- g) la capacité du Bureau d'« *interdire à une personne ou à un groupe de personnes toute activité en vue d'effectuer une opération sur dérivés* » (article 158);
- h) De façon plus générale, la capacité de l'AMF de demander au Bureau d'émettre une ordonnance de blocage (article 205) et des ordonnances aux termes de l'article 213 qui ont les effets suivants : « *4° annuler toute opération conclue par la personne relativement à des opérations sur dérivés; 5° enjoindre une personne d'offrir, d'acquérir, d'aliéner, d'annuler ou de liquider tout dérivé ou position sur dérivés; 6° enjoindre une personne de rembourser à une partie à un dérivé une somme d'argent que celle-ci a versée pour acquérir cette qualité¹⁴; 7° enjoindre une personne qui est partie à un dérivé ou qui en a le contrôle, de le liquider et de disposer du produit de la liquidation d'une manière donnée; » [nos soulignés].*

4. Ces dispositions illustrent les pouvoirs étendus que la proposition de législation conférerait à l'AMF ou au Bureau pour rendre une décision ou délivrer une ordonnance qui aurait une incidence directe sur l'exécution des dérivés de gré à gré dispensés. Qui plus est, ces pouvoirs, déjà considérables, pourraient être élargis en raison de l'article 277 qui édicte qu'« [u]n règlement pris en vertu de la présente proposition de législation peut conférer un pouvoir discrétionnaire à l'AMF. » Puisqu'il semble y avoir peu, voire dans certains cas aucune restriction conditionnant l'exercice de ces pouvoirs discrétionnaires seraient exercés, les réserves qui seraient exprimées quant au caractère exécutoire des dérivés de gré à gré dispensés conclus au Québec ou avec des parties contractantes du Québec aux termes d'une convention-cadre de l'ISDA, par exemple, seraient beaucoup plus importantes.

5. Quant au pouvoir de délivrer des ordonnances visant à, « *7° enjoindre une personne qui est partie à un dérivé ou qui en a le contrôle, de le liquider et de disposer du produit de la liquidation d'une manière donnée* », nous signalons qu'une partie à un dérivé de gré à gré ne peut pas liquider sa

¹⁴ L'emploi du terme « qualité » est flou.

position de manière unilatérale. Par conséquent, il ne peut pas lui être ordonné de le faire. De même, il ne devrait pas être permis à un organisme de réglementation d'enjoindre une partie contractante à un dérivé de gré à gré ou standardisé d'annuler un contrat avec une autre personne. Ce genre de pouvoir ne servirait qu'à compromettre la certitude et la stabilité contractuelles et pourrait, en bout de ligne, augmenter les risques systémiques.

6. La proposition de législation devrait être révisée de manière à prévoir des dispositions autonomes limitées sous un titre distinct qui comporteraient des règles particulières en matière d'infraction et de répression régissant les cas de manipulation du marché et de fraude à l'égard des dérivés de gré à gré dispensés. Ces dispositions autonomes pourraient s'inspirer des articles 244 et 245 de la proposition de législation qui définissent les infractions de manipulation du marché et de fraude, et de l'article 273 qui accorde à l'AMF des pouvoirs étendus pour « *1° établir des règles concernant l'offre et la négociation de dérivés ou une opération sur ceux-ci, notamment aux fins d'empêcher la fraude et la manipulation ou une offre ou négociation de dérivés qui est injustement préjudiciable aux clients et aux investisseurs* » et « *13° subordonner à des conditions ou interdire toute opération visant à fixer, influencer ou manipuler le cours d'un dérivé* ». En apparence, ces dispositions semblent viser uniquement les opérations sur dérivés standardisés. Il faudrait les adapter pour qu'il ressorte clairement que toute intervention par une autorité de réglementation se limiterait à réprimer la fraude et la manipulation du marché (il faudra p. ex. supprimer « *notamment* » dans une telle disposition autonome) et que tout règlement serait publié pour consultation et étudié par le gouvernement avant d'être édicté.
7. Grâce à ces modifications, l'AMF rendrait beaucoup plus claires les dispositions visant les types de dérivés qu'elle cherche véritablement à réglementer, soit les dérivés standardisés et les dérivés de gré à gré conclus sur le marché de détail. Par ailleurs, ces modifications réduiraient sensiblement l'incertitude réglementaire, l'incertitude contractuelle et l'empiètement de compétence qui découleraient de l'application de la proposition de réglementaire aux produits bancaires et autres produits financiers réglementés au niveau fédéral en raison de l'application à ces instruments des dispositions autres que celles des Titres III et IV.
8. De manière plus générale, les pouvoirs étendus conférés à l'AMF par les articles 272 et 273 devraient être plus soigneusement circonscrits afin de lui donner le pouvoir discrétionnaire nécessaire pour élargir, par règlement, la portée des exceptions énoncées dans la proposition de législation (p. ex. pour tenir compte des nouveaux produits) plutôt que pour élargir, par règlement, la portée de la législation elle-même.

E. Nécessité de résoudre les questions de certitude contractuelle

L'ISDA note également que le projet d'encadrement ne traite pas des nombreuses questions importantes relatives à la protection des droits contractuels touchant les dérivés de gré à gré. La proposition de législation énonce expressément qu'elle cherche à favoriser l'intégrité, l'équité, l'efficacité et la transparence des marchés des dérivés. La certitude contractuelle à l'égard des dérivés et, plus particulièrement, des dérivés de gré à gré est essentielle à l'efficacité et à l'équité du marché. En réglant ces questions une fois pour toute dans la proposition de législation, le gouvernement québécois signalerait clairement au marché son attachement à favoriser un marché de dérivés efficace. Par exemple, comme il est indiqué dans le rapport ontarien et dans les observations de l'ISDA sur le rapport de 2006, la proposition de législation devrait préciser expressément que les dérivés de gré à gré, comme les swaps sur défaillance (*credit default swaps*), ne sont pas des contrats d'assurance ni des contrats de jeu et de pari illégaux¹⁵. De plus, l'ISDA appuie la recommandation du Comité d'examen de l'Ontario suivant laquelle la proposition de législation devrait comprendre des dispositions visant à reconnaître spécifiquement le caractère exécutoire des droits contractuels contenus dans les contrats sur dérivés de gré à gré, nonobstant toute non-conformité avec les exigences réglementaires concernant les dérivés de gré à gré, et à protéger, de façon générale, les droits de résiliation, de compensation et d'exécution. En dernier lieu, comme c'est le cas en vertu des lois fédérales sur l'insolvabilité et la faillite et selon les recommandations du rapport ontarien, les dérivés de gré à gré devraient être protégés de l'application des actions en inopposabilité (actions pauliennes)¹⁶.

F. Nécessité de clarifier la réglementation des opérations de détail sur dérivés de gré à gré

La réglementation des opérations de détail sur dérivés de gré à gré devrait aussi être clarifiée comme suit :

1. La proposition de législation devrait spécifiquement exclure de l'application de la *Loi sur la protection du consommateur (Québec) (LPC)* les opérations de détail sur dérivés de gré à gré, tout comme les opérations assujetties à la LVM ont été exclues du champ d'application de la LPC.
2. La proposition de législation devrait spécifiquement exclure certains types de contrats, comme les contrats de vente d'électricité ou de gaz par un distributeur réglementé¹⁷, au même titre qu'ils sont exclus de l'application de la LPC.
3. La proposition de législation devrait prévoir une procédure de certification spécialisée simple, plutôt que l'obligation de s'inscrire à titre de courtier ou de conseiller de plein exercice, pour certains types d'opérations sur

¹⁵ Article 2629 du *Code Civil du Québec (CCQ)*.

¹⁶ Article 1631 du CCQ.

¹⁷ Soit les contrats de vente d'électricité ou de gaz par un distributeur au sens de la *Loi sur la Régie de l'énergie* (chapitre R-6.01), par Hydro-Québec, qui a été établie en vertu de la *Loi sur Hydro-Québec* (chapitre H-5), par une municipalité ou par une coopérative établie en vertu de la *Loi sur l'électrification rurale* (1945, chapitre 48).

dérivés autres que de gré à gré (p. ex., les opérations de change de détail).¹⁸

4. La proposition de législation ne devrait pas donner à l'AMF ou au gouvernement le pouvoir de définir par règlement le terme « public » pour l'application de l'article 94.
5. Pourquoi la décision d'« interrompre l'offre d'un dérivé » devrait-elle être assortie du préavis de 30 jours de l'article 97 prévu pour la cessation des activités ? Il faudrait en outre préciser que cet article s'applique uniquement aux dérivés standardisés.
6. Si, malgré nos observations sur l'article 248 présentées dans la partie B, les paragraphes 2° et 3° sont conservées, alors le pouvoir de dispense prévu à la dernière partie de l'article à l'égard du paragraphe 1° devrait s'appliquer aussi aux paragraphes 2° et 3°.
7. Le paragraphe 4° de l'article 250 semble suggérer que si un conseiller en dérivés consent un prêt à une partie, il ne peut plus conclure de swap sur défaillance avec une autre partie. Est-ce l'intention voulue ?

G. Conclusion

Pour les raisons évoquées dans ses observations sur le rapport de 2006, l'ISDA préfère la manière plus ciblée d'envisager la réglementation des dérivés de gré à gré recommandée par le rapport ontarien. L'ISDA souligne que l'AMF a fait des progrès considérables en limitant l'application du projet d'encadrement aux dérivés de gré à gré dispensés. Toutefois, l'AMF doit aller plus loin et exclure de manière plus globale les dérivés de gré à gré dispensés de l'application de la proposition de législation, sous réserve des dispositions autonomes expressément conçues pour réprimer la fraude ou la manipulation du marché dont ces instruments peuvent faire l'objet.

Ces modifications permettraient d'éliminer un certain nombre de problèmes conceptuels et de rédaction qui découlent inévitablement de l'application d'un ensemble de règles communes aux dérivés de gré à gré et aux dérivés standardisés.

En abordant la question d'une manière plus ciblée, l'AMF réalisera sans doute une plus grande convergence entre l'encadrement des dérivés au Québec et le cheminement qui sera suivi en Ontario selon les recommandations du rapport ontarien. L'AMF favorisera ainsi une plus grande clarté et certitude juridique et juridictionnelle sur les principaux marchés canadiens des dérivés de gré à gré. Une telle démarche répondrait pour le mieux au double objectif de l'AMF de protéger les investisseurs et de promouvoir l'intégrité et l'efficacité des marchés des capitaux.

¹⁸ Nous notons que la proposition de réglementation 31-103 sur les obligations d'inscription prévoit des catégories spécialisées d'inscription à titre de « courtier d'exercice restreint » et de « gestionnaire de portefeuille d'exercice restreint », qui pourraient éventuellement être assujetties à des obligations de conformité continue et d'inscription simplifiées.

Si elle ne suit pas cette démarche et opte plutôt pour une réglementation globale des opérations sur dérivés sur le marché québécois, l'AMF risque de créer un climat d'incertitude et d'obliger les intervenant du marché à supporter des coûts de conformité élevés pour les opérations sur dérivés de gré à gré au Québec. Comme nous l'avons indiqué dans nos observations sur le rapport de 2006, « *un tel environnement freinerait l'innovation sur le plan financier et dissuaderait les intermédiaires financiers de faire affaire au Québec, privant ainsi les parties contractantes du Québec d'un accès local à ces instruments financiers importants et les intermédiaires financiers du Québec d'occasions d'affaires considérables. On assisterait inévitablement à une marginalisation du marché des dérivés du Québec, dont la Bourse de Montréal est le pilier moderne et progressif.* »

L'ISDA rappelle que le principe directeur de la proposition de législation, énoncé à l'article 1, est « *d'assurer le bon fonctionnement des marchés de dérivés, de maintenir la confiance à leur égard et de soutenir leur développement* ». Nous restons persuadés que l'AMF continuera à réglementer comme il convient le marché des dérivés et qu'elle tiendra compte de nos préoccupations dans sa révision du projet d'encadrement. Nous commenterons avec plaisir le projet de loi révisé et restons à l'entière disposition de l'AMF pour collaborer avec elle afin d'atteindre notre objectif commun, à savoir une réglementation moderne et souple qui aura pour effet de renforcer et non de marginaliser le marché des dérivés du Québec.

Nous vous prions d'agréer, Mesdames, Messieurs, l'expression de nos sentiments distingués.

Le président du comité de direction
canadien de l'ISDA,



François Bourassa

Premier vice-président, Produits structurés et
transactions, Financière Banque Nationale Inc.
(francois.bourassa@tres.bnc.ca)

c.c. M^{me} Katherine Tew Darras (kdarras@isda.org), ISDA

Annexe A

Liste des parties qualifiées aux termes de l'article 14 de la proposition de législation (les modifications suggérées ont été soulignées)

14. Les personnes suivantes sont des ~~clients qualifiés~~ « parties qualifiées » :

- 1° le gouvernement du Canada, du Québec ou d'un autre territoire du Canada, ou une société d'État, un organisme public ou une entité qui est la propriété exclusive d'un tel gouvernement; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 2° une municipalité, un office ou une commission publics au Canada et une communauté métropolitaine, une commission scolaire, le Comité de gestion de la taxe scolaire de l'Île de Montréal ou une régie intermunicipale au Québec; **(Source : Projet de Règl. 31-103, art. 9.14 (1), «client admissible d'un gestionnaire de portefeuille international»)**
- 3° un gouvernement national, fédéral, d'un État, d'une province, d'un territoire ou d'une administration municipale similaire à celle visée au paragraphe 2° d'un territoire étranger ou une société d'État, un organisme public ou une entité qui est la propriété exclusive d'un tel gouvernement ou d'une telle administration, ou un organisme supranational ou une institution financière établi aux termes d'une convention multilatérale; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1; Norme Can. 14-101, art. 1.1(3); PRD, «territoire», «territoire étranger»)**
- 4° une banque canadienne; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 5° une institution financière canadienne; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1; PRD, art.1.1)**
- 6° la Banque de développement du Canada constituée en vertu de la *Loi sur la Banque de développement du Canada* (Lois du Canada, 1995, chapitre 28); **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 7° ~~une filiale d'une personne visée aux paragraphes 4°, 5° ou 6°, dans la mesure où cette dernière détient la totalité des actions comportant droit de vote de la filiale, exclusion faite de celles que détiennent les administrateurs de la filiale ou ses employés dans le cadre d'un régime mis en place par cette dernière;~~ **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 8° une personne inscrite à titre de courtier ou de conseiller en dérivés en vertu de la présente proposition de législation ou à titre de courtier ou conseiller en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., chapitre V-1.1), ou une personne autorisée à agir en une qualité équivalente en vertu de la législation d'un territoire du Canada **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)** ou d'un territoire étranger;
- 8° une filiale d'une personne visée aux paragraphes 5°, 6° ou 7°, dans la mesure où cette dernière détient, directement ou par l'entremise d'une ou de plusieurs autres filiales, la totalité des actions comportant droit de vote de la filiale, exclusion faite de celles que détiennent les administrateurs de la filiale ou ses employés dans le cadre d'un régime mis en place par cette dernière; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 9° ~~une personne physique~~ un particulier inscrite ou antérieurement inscrite à titre de représentant d'une personne visée au paragraphe 8° 7° en vertu de la présente proposition de législation, ou ~~une personne~~ autorisée à agir en une qualité équivalente en vertu de la législation d'un territoire du Canada; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 10° une caisse de retraite régie par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada, la Régie des rentes du Québec, une commission des régimes de retraite ou une autorité de réglementation similaire au Canada, et dont la politique de placement prévoit ou autorise l'utilisation de dérivés; **(Source : Règl. 45-106, art.1.1)**
- 11° ~~une personne qui établit de façon prépondérante et vérifiable, à la satisfaction de son courtier ou conseiller en dérivés à chaque fois que celui-ci se doit de vérifier la situation financière et personnelle et les objectifs de placement de son client :~~
- 11° une personne qui, au moment où un dérivé est conclu :
- a) déclare qu'elle a les connaissances et l'expérience requises pour évaluer l'information qui lui est fournie sur les produits dérivés, la convenance à ses besoins des stratégies d'utilisation de dérivés qui lui sont proposées, et les caractéristiques des dérivés qu'on lui offre de négocier;

b) déclare qu'elle dispose ~~en tout temps~~ d'un actif d'au moins ~~5 000 000 \$~~ 1 000 000 \$;
 e) ~~qu'elle peut en tout temps disposer d'un actif net suffisant pour pouvoir honorer ses obligations de livraison ou de paiement aux termes des dérivés auxquels elle est partie, compte tenu des positions maintenues à son compte et des ordres dont elle recherche l'exécution;~~
 (Source : Règl. 45-106, art.1.1; Règl. Déontologie, art 3; GLB Act, art. 206 (a); CEA, art. 1a (12), «**éligible contract participant**»)

12° un fonds d'investissement qui place ou a placé ses titres au moyen d'un prospectus visé par l'AMF ou par un agent responsable dans un autre territoire du Canada, ou qui place ou a placé ses titres exclusivement auprès de personnes visées ci-après : (Source : Règl. 45-106, art.1.1; CEA, art. 1a (ii)(B)(ii)(I))

a) une personne qui, au moment du placement, est ou était un investisseur qualifié ~~au moment du placement~~ au sens des lois sur les valeurs mobilières applicables d'un territoire du Canada ou d'un territoire étranger; (Source : Règl. 45-106, art.1.1; PRD, art. 1.1, «**investisseur qualifié**»)

b) une personne qui souscrit ou a souscrit des titres de ce fonds afin d'y réaliser un investissement minimal ou un investissement additionnel dans les conditions prévues par règlement; (Source : Règl. 45-106, art.1.1)

c) une personne visée au sous-paragraphe a) ou b) qui souscrit ou a souscrit des titres de ce fonds afin d'y réinvestir, dans les conditions prévues par règlement; (Source : Règl. 45-106, art.1.1) et dont la politique de placement prévoit ou autorise l'utilisation de dérivés; (Source : Règl. 45-106, art.1.1; PRD, art. 1.1, «**territoire du Canada**»)

13° un fonds d'investissement qui est conseillé par un conseiller en dérivés inscrit ou par ailleurs autorisé à exercer son activité en vertu de la présente proposition de législation, de la législation d'un territoire du Canada ou d'un territoire étranger;

14° ~~une personne inscrite à titre de un courtier ou~~ conseiller en dérivés ~~inscrit ou autorisé à exercer son activité~~ en vertu de la présente proposition de législation ou à titre de courtier ou conseiller en vertu de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q, chapitre V-1.1) ou une personne autorisée à agir en une qualité équivalente en vertu de la législation d'un territoire du Canada (Source : Règl. 45-106, art.1.1), ou d'un territoire étranger agissant pour un client ~~titulaire d'un compte sous mandat conformément à l'exercice d'un pouvoir~~ discrétionnaire qui lui a été accordé; (Source : Règl. 45-106, art.1.1, PRD, art. 1.1, «**territoire du Canada**», «**territoire étranger**»)

15° un organisme de bienfaisance enregistré en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu* ~~qui, à l'égard de l'opération visée, a obtenu les conseils d'un conseiller en dérivés inscrit en vertu de la présente proposition de législation ou d'une personne autorisée à agir en une qualité équivalente en vertu de la législation d'un territoire du Canada~~; (Source : Règl 45-106, art. 1.1; PRD, art. 1.1, «**territoire du Canada**»)

16° une entité constituée dans un territoire étranger dont la forme et la fonction sont analogues à l'une des entités visées aux paragraphes 4° à 8° ou 10°; (Source : Règl. 45-106, art.1.1)

17° une personne à l'égard de laquelle tous ceux qui ont la propriété de droits, à l'exception des titres comportant droit de vote que les administrateurs sont tenus de détenir en vertu de la loi, sont des investisseurs qualifiés, au sens des lois sur les valeurs mobilières applicables d'un territoire du Canada ou d'un territoire étranger; (Source : Règl. 45-106, art.1.1 ; PRD, art. 1.1 «**investisseur qualifié** »)

18° un opérateur en couverture;

19° une personne ayant l'une ou l'autre des qualités suivantes :

- a) elle fait partie d'un groupe visé par règlement;
- b) son activité, le niveau de ses connaissances et d'expérience en matière financière ou son actif sont assimilables à ceux ~~d'un client qualifié~~ d'une partie qualifiée par l'application de principes ou critères prévus par règlement;
- c) elle est reconnue ou désignée par l'AMF comme ~~client qualifié~~ partie qualifiée.

(Source : Règl. 45-106, art.1.1)

15. L'«opérateur en couverture» visé au paragraphe 18° de l'article 14 est désigne une personne qui, en conséquence de son activité :

1° est exposée à un ou plusieurs risques se rapportant à cette activité, dont des risques d'approvisionnement, de crédit, de change, environnemental ou de fluctuation de prix d'un sous-jacent;

2° recherche la couverture d'un tel risque en réalisant une ou une série d'opérations sur des dérivés dont le sous-jacent est celui qui est directement associé à ce risque, ou un autre sous-jacent qui lui est apparenté. **(Source : Règle UN de la Bourse de Montréal, «contrepartiste»)**

La «couverture» est désigne le fait de conclure une opération ou une série d'opérations sur dérivés et de maintenir toute position qui en résulte :

1° si les conditions suivantes sont réunies :

a) l'effet escompté de l'opération, ou l'effet cumulatif attendu de la série d'opérations, est de compenser ou de réduire, en totalité ou en partie, un risque de fluctuation de valeur d'un élément sous-jacent ou d'une position, ou d'un groupe de sous-jacents ou de positions,

b) 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, ou du groupe de sous-jacents ou de positions couverts, et les fluctuations de la valeur du ou des dérivés employés pour couvrir la valeur des sous-jacents ou positions;

c) 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~~ de la valeur du sous-jacent ou de la position couverts, ou sur le groupe de sous-jacents ou de positions couverts; ou

2° si l'effet attendu de l'opération ou de la série d'opérations est 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 n'est pas augmentée par la substitution. **(Source : Règl. 81-102, art. 1.1, «couverture»; «couverture croisée de devises» (currency cross hedge); PRD, art.1.1, «position»).**