

**Université de Montréal**

**La réforme Dodd-Frank des produits dérivés de gré à gré: vers un modèle mondial?**

par  
Cristiana Musteanu

Faculté de droit

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures  
en vue de l'obtention du grade de Maîtrise en droit, option droit des affaires

20 Août 2015

© Cristiana Musteanu, 2015

Université de Montréal

Faculté des études supérieures et postdoctorales

Ce mémoire intitulé :

La réforme Dodd-Frank des produits dérivés de gré à gré: vers un modèle mondial?

Présenté par :

Cristiana Musteanu

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Julie Biron, président-rapporteur

Stéphane Rousseau, directeur de recherche

Alain Gélinas, membre du jury

## Résumé

Suite à la crise financière de 2008 les pays du G20 se sont interrogés sur la transparence des marchés, la stabilité du système et une façon de réguler les risques posés par le nouvel environnement économique. Les produits dérivés de gré à gré ont été identifiés et des engagements ont été pris en faveur de nouvelles régulations des dérivés de gré à gré et la gestion des risques sous-jacents. Les régulateurs ont donc adopté chacun à leur tour un cadre législatif régulant les dérivés de gré à gré tout en déployant un effort international d'harmonisation et de reconnaissance des contreparties assujetties à des régimes équivalents. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié des projets de règlements. Nous nous interrogerons sur ce nouveau cadre réglementaire des dérivés de gré à gré élaboré par les autorités canadiennes en valeurs mobilières, prenant en considération les spécificités canadiennes et les acteurs actifs sur leur territoire. Notre étude traite de ces projets de règlements et de la difficulté d'encadrer les marchés des dérivés de gré à gré qui par définition ne comportent pas de plateformes de négociation ou de lieu géographique et de frontières mais se caractérisent surtout par le lien contractuel entre les parties et l'identification de ces parties. L'élaboration d'un nouveau cadre pour les dérivés de gré à gré qui régule les transactions transfrontières semble très délicat à traiter et les possibles conflits et chevauchements de lois seront inévitables. Confrontés à des définitions divergentes de contreparties locales, les parties à une opération seront condamnées à un risque de qualification en vertu des règlements nationaux sur les dérivés de gré à gré. Une concertation pourrait être renforcée et la détermination de l'autorité compétente ainsi que les concepts de contreparties locales, succursales ou filiales pourraient être harmonisés.

**Mots-clés** : dérivés de gré à gré, crise financière, risque systémique, transparence du marché, Dodd-Frank, EMIR, compensation par contrepartie centrale, sûreté, collatéral, stabilité du système.

À jour le 20 août 2015

## **Abstract**

Having in mind the 2008 financial crisis the G20 countries have questioned the transparency of the markets, the stability of the system and explored new solutions in order to control the risks triggered by a new economic environment. OTC derivatives have been identified and commitments were made in favor of new regulations of OTC derivatives and the management of the underlying risks. Regulators have therefore adopted in turn a legislative framework regulating OTC derivatives while deploying an incentive for international harmonization and recognition of counterparties subject to equivalent schemes. Canadian Securities Administrators have issued proposed regulations. We wonder how the Canadian Securities Administrators have developed this new regulatory framework for OTC derivatives, taking into consideration the Canadian specificities and the local activities of the Canadian actors? Our study addresses these draft regulations and the difficulty to supervise OTC derivatives which in the past, were not traded via platforms, recorded or related to a geographic location but mainly characterized by the contractual relationship between the parties. The development of a new framework for OTC derivatives which will regulate cross-border transactions seem very difficult to deal with and possible conflicts and overlapping laws are inevitable. Faced with different definitions of local counterparts, the parties to a transaction will be condemned to a risk of qualification under national regulations of OTC derivatives. A dialogue shall therefore be strengthened and the determination of the competent authority and clarification of the local counterparts concepts, branches or subsidiaries shall be harmonized.

**Keywords** : over the counter derivatives, financial crisis, systemic risk, market transparency, Dodd-Frank, EMIR, central counterparty clearing, security, collateral, market stability.

Last update 20 August 2015

Résumé .....	i
Abstract .....	ii
Liste des abréviations.....	iii
Dédicace .....	v
Introduction.....	1
<b>1. VUE D'ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE DES DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ .....</b>	<b>4</b>
1.1. L'évolution historique du commerce des dérivés .....	5
1.1.1. Les origines des contrats de jeux et paris et le développement des <i>forwards, futures</i> .....	5
1.1.2. Les nouveaux acteurs de l'industrie des dérivés de gré à gré et l'apparition des swaps .....	11
1.2. Les risques associés aux transactions sur dérivés de gré à gré .....	19
1.2.1. Les risques reliés à la crise financière .....	19
1.2.1.1. Le risque systémique.....	21
1.2.1.2. Le risque de contrepartie .....	26
1.2.1.3. Le risque d'opacité.....	31
1.2.1.4. Les autres risques .....	33
1.2.2. Le risque quant à la détermination juridique du concept de dérivé de gré à gré et du cadre juridique des transactions de dérivés de gré à gré.....	35
1.3. La mise en place d'un cadre législatif applicable aux produits dérivés de gré à gré.....	40
1.3.1. Le cadre législatif adopté par les États-Unis pour réformer les produits dérivés de gré à gré.....	42
1.3.1.1. La Loi Dodd-Frank et son champ d'application .....	44
1.3.1.2.1. Sous la U.S. Security and Exchange Commission.....	46
1.3.1.2.2. Sous la U.S. Commodity Futures Trading Commission .....	49
1.3.2. Les contreparties et produits assujettis à l'exigence de compensation selon la Loi Dodd Frank	53
1.3.2.1. Les délais réglementaires imposés aux contreparties et les produits visés .....	54
1.3.2.2. Les contreparties non visées par l'obligation de compensation .....	57
1.3.3. Le cadre législatif européen (EMIR) pour réformer les produits dérivés de gré à gré.....	58
1.3.3.1. Le champ d'application du Règlement EMIR .....	59
1.3.3.2. L'obligation de compensation par contrepartie centrale.....	61
<b>2. LA RÉFORME DES PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ AU QUÉBEC, VERS UN MODÈLE HARMONISÉ? .....</b>	<b>64</b>
2.1. L'amorce d'une réglementation des produits dérivés de gré à gré au Québec .....	64
2.1.1. Le mécanisme de la compensation en droit civil.....	66
2.1.2. Le mécanisme de la compensation avant la réforme des produits dérivés de gré à gré.....	67

2.1.3. Vers un nouveau modèle de contrepartie centrale et de nouveaux liens contractuels à mettre en place par les contreparties.....	69
2.1.4. La détermination des produits assujettis à la compensation par contrepartie centrale, vers une approche harmonisée des ACVM? .....	72
2.2. Le modèle de contrepartie centrale préconisé.....	75
2.2.1.1. Les nouveaux liens contractuels .....	77
2.2.1.2. Les règles de séparation et de transférabilité du collatéral: vers une meilleure protection des clients? .....	81
2.2.1.2.1. Les règles prévues par la Loi Dodd-Frank.....	81
2.2.1.2.2. Le modèle adopté par le comité des ACVM pour la ségrégation du collatéral s'inscrit-il dans le courant adopté par la CFTC et la LSOC Rule? .....	85
2.3. Les chambres de compensation étrangères, le risque systémique et la stabilité du système .....	90
2.3.1. Vers un mécanisme de reconnaissance des chambres de compensation ? .....	91
2.3.2. Le risque systémique face au rôle accru des chambres de compensation .....	95
2.4. Vers une multiplicité de régimes applicables aux contreparties locales et étrangères? .....	98
2.4.1. L'effet extraterritorial des nouvelles règles applicables aux dérivés de gré à gré .....	98
2.4.2. Vers une coopération internationale? .....	103
<b>Propos conclusifs .....</b>	<b>106</b>
<b>Bibliographie .....</b>	<b>109</b>

## Liste des abréviations

Abréviations relatives à la législation:

EMIR	<i>Règlement (UE) No 648/2012 du Parlement européen et du conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux</i>
LID	<i>Loi sur les instruments dérivés</i>
Loi Dodd Frank	<i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i>
LPMC	<i>Loi provinciale sur la stabilité des marchés des capitaux</i>
LSMC	<i>Loi sur la stabilité des marchés des capitaux</i>
LSOC	Legally Segregated, Operationally Commingled
MIF	<i>Marchés d'instruments financiers (directive)</i>

Abréviations relatives aux organismes:

AEMF	Autorité européenne des Marchés Financiers
Comité des ACVM	Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières
CBOT	Chicago Board of Trade
CEA	Commodity Exchange Authority
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CME	Chicago Mercantile Exchange
DCO	Derivatives Clearing Organization
ESMA	European and Securities and Markets Authority
FCPE	Fonds canadien de protection des épargnants
ISDA	International swaps and derivatives association

OCRCVM	Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs
SEC	Securities Exchange Commission

Autres abréviations

CDS	Credit Default Swap
Fed Reg	Federal Register
OTC	Over the Counter Derivatives
PR	Press Release
Stan.L. Rev.	Stanford Law Review

## Dédicace

*À mon père*

“How puzzling all these changes are! I'm never sure what I'm going to be, from one minute to another.”

— Lewis Carroll, *Alice's Adventures in Wonderland*

## **Remerciements**

Je tiens à remercier mon directeur de recherche Stéphane Rousseau pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant de diriger ce mémoire, pour ses précieux conseils et sa guidance tout au long de la rédaction de ce mémoire. J'aimerais également lui dire que j'ai apprécié sa grande disponibilité et les heures consacrées à ce mémoire. Je lui témoigne toute ma reconnaissance et ma gratitude.

Merci à l'Observatoire du droit québécois des valeurs mobilières et tout particulièrement au professeur Julie Biron pour sa disponibilité et ses précieux conseils. Je remercie également Me Alain Gélinas d'avoir accepté de participer à ce jury. Merci au professeur Guy Lefebvre, merci à M. Martin Scully.

Je remercie la faculté de droit, la fondation Aubrey-Vincent-Senez ainsi que la faculté des études supérieures et postdoctorales pour les bourses de recherches qu'elles m'ont octroyées.

En terminant j'aimerais exprimer ma gratitude envers ma famille, pour leurs encouragements et leur support tout au long de la rédaction de ce mémoire.

## Introduction

Un produit dérivé est un contrat entre deux parties dont la valeur est liée à l'évolution d'un sous-jacent<sup>1</sup>. L'utilité principale de ces produits financiers est de quantifier ou de transférer le risque et d'aider les participants du marché à mieux gérer les risques associés à leurs opérations. L'utilisation des dérivés s'est largement répandue chez les banques, les institutions financières, les gestionnaires de portefeuille, les assureurs et les entreprises<sup>2</sup>.

En marge des produits standardisés, négociés sur bourse, s'est développé un marché de gré à gré, par lequel les intervenants négocient librement les conditions, telle que la date d'exercice du contrat, le prix et la quantité voulue. Le marché des instruments dérivés de gré à gré ne comporte aucun lieu privilégié d'échange. Ces produits sont souvent l'objet de critiques car ils sont en quelque sorte des laboratoires des idées nouvelles et contribuent ainsi à générer une spéculation plus grande sur les marchés financiers. Le montant notionnel sur lequel est basée la valeur de ces contrats est chiffré en milliards de dollars. En 2014, la Banque des règlements internationaux, estimait à 630 milliards de dollars US le montant notionnel de l'ensemble des dérivés

---

<sup>1</sup> ISDA, Product Descriptions and Frequently Asked Questions, disponible à l'adresse suivante: <http://www.isda.org/educat/faqs.html#1> (consulté le 20 août 2015): « A derivative is a risk transfer agreement, the value of which is derived from the value of an underlying asset. The underlying asset could be an interest rate, a physical commodity, a company's equity shares, an equity index, a currency, or virtually any other tradable instrument upon which parties can agree. » ; New European rules on Over-the-Counter Derivatives and Market infrastructures - Frequently Asked Questions, Brussels, 9 February 2012, Press Release, Memo 12/91: « A derivative is a financial contract linked to the future value or status of the underlying to which it refers (e.g. the development of interest rates or of a currency value, or the possible bankruptcy of a debtor). »

<sup>2</sup> David MCCAFFREY, « Private and Public Controls in the Over-the-Counter Derivatives Market, 1984-2015 », working paper, Albany, Institute for Financial Market Regulation, July 24, 2015, p.14: « Institutional investors provided a market for new types of financial instruments, including OTC derivatives, operating largely beyond public regulation. »

négociés de gré à gré<sup>3</sup>. Bien que ce montant ne fasse pas l'objet d'échange entre l'acheteur et le vendeur, l'on ne peut demeurer indifférent face à ces données et face à l'effet de levier important qui en résulte.

Les produits dérivés de gré à gré ont été largement pointés du doigt comme l'une des causes de la crise financière amorcée en 2008<sup>4</sup>. La crise financière a créé un mouvement en faveur d'une meilleure régulation du système financier. Les produits dérivés de gré à gré, de par leur caractère bilatéral, posent un risque de contrepartie. Ce risque est amplifié en raison de l'opacité de ce marché et de l'absence de transparence. Enfin, plus largement, la défaillance d'un intervenant du marché et la multiplicité des opérateurs de crédit engendrent un risque systémique. C'est pourquoi, la réforme réglementaire s'est imposée d'elle-même.

Notre étude s'attardera sur les propositions de réformes qui ont été implantées aux États-Unis et celles qui seront à venir au Canada. Il s'agira d'une part, de comprendre comment ces réformes viendront redéfinir la notion de dérivé de gré à gré et d'autre part, si elles parviendront à maîtriser juridiquement les risques spécifiques à ces produits financiers.

Le premier volet de notre étude explorera les origines et le développement des dérivés pour mieux établir des rapprochements avec les enjeux actuels auxquels font face les dérivés de gré à gré. Par le biais de cette analyse, nous tenterons de nous interroger sur les parallèles entre les dérivés standardisés et les dérivés de gré à gré pour découvrir leurs spécificités respectives.

---

<sup>3</sup> Bank for International Settlements, « OTC derivatives statistics at end-December 2014 », Statistical release, Monetary and Economic Department, April 2015, [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1504.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy1504.pdf)[https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1504.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy1504.pdf)

<sup>4</sup> Bank for International Settlements, Macroeconomic Assessment Group on Derivatives, « Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms », August 2013

---

En réaction à cette crise, des recommandations ont été avancées par les dirigeants du G20, puis, divers comités ont été mis sur pied à l'échelle mondiale pour se pencher sur la question. Enfin, un vaste projet de loi fut promulgué le 21 juillet 2010 sous le nom de *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (ci après « la Loi Dodd-Frank »). Notre étude approfondira les aspects de cette réforme pour mieux en saisir l'ampleur et les objectifs poursuivis. Il sera ainsi possible d'établir l'état des lieux et les constats qui s'imposent aux autorités canadiennes.

Le deuxième volet de notre étude examinera la réforme canadienne en cours, pour expliquer les souhaits des intervenants du marché et les réponses concrètes proposées par les autorités régulatrices, notamment l'AMF. Nous nous positionnerons à savoir si ces moyens permettront de réduire les risques relatifs à ces produits.

## **1. VUE D'ENSEMBLE DE L'INDUSTRIE DES DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ**

L'origine des produits dérivés remonte à bien longtemps, son utilité centrale est la gestion des risques liés aux opérations de commerce telle que la fluctuation du prix des denrées ou des titres d'une société. Très tôt, on eut recours à des mécanismes sophistiqués, impliquant le transfert des risques grevant les actifs détenus et cela, en vue, d'une part, de se prémunir à l'encontre des risques inhérents au marché et d'autre part, pour se protéger des facteurs exogènes, indépendants des marchés tel que les crises, épidémies, guerres, etc. Les produits dérivés ont joué un rôle vital quant à la détermination des prix des denrées, et dans un contexte de mondialisation, a permis d'atténuer les risques liés à la gestion des opérations menées à l'étranger. En outre, ces produits furent bien nécessaires à la poursuite des opérations de commerce puisque la technique classique de la diversification ne suffisait pas en elle-même lorsque l'ensemble des titres étaient exposés à une crise de nature systémique.

Cette dernière proposition devra sans doute être nuancée, à la lumière des bouleversements liés à la crise financière de 2008. C'est pour cette raison que nous débuterons notre étude sur l'historique des produits dérivés et les facteurs qui ont contribué au développement des dérivés de gré à gré (1.1). Cette analyse nous permettra de mieux cerner la raison d'être des marchés de dérivés de gré à gré et leur développement exponentiel au cours des dernières années. Dans un second volet, nous traiterons des risques associés aux transactions sur dérivés de gré à gré, soit d'une part, les risques mis en évidence par la crise financière et d'autre part, le risque ayant trait aux difficultés posées par la définition du concept. (1.2). À partir de là, nous pourrons concevoir la raison pour laquelle la réglementation des produits s'est imposée dans la plupart des pays industrialisés et les débuts de la réforme aux États-Unis et dans l'Union européenne (1.3).

## 1.1. L'évolution historique du commerce des dérivés

L'histoire des dérivés tient son importance en ce qu'elle peut nous prodiguer de judicieux conseils sur la façon dont nous entrevoyons les dérivés aujourd'hui. Nous pouvons remarquer que les fins auxquelles elles étaient dédiées à l'origine n'ont pas vraisemblablement changé.

Nous débiterons donc notre exposé avec la naissance des produits dérivés et la façon dont étaient perçus les jeux et paris (1.1.1.), suivi d'une analyse de l'évolution du concept de dérivé, étroitement liée aux nouvelles conjectures économiques (1.1.2.)

### 1.1.1. Les origines des contrats de jeux et paris et le développement des *forwards*, *futures*

Dès l'antiquité, les négociants se rassemblaient pour échanger les monnaies à Athènes ou à Rome. Le philosophe Aristote relate également l'anecdote de Thalès, qui parvint un jour à prédire le sort des récoltes d'olives et acheta l'option de louer une forte quantité de réservoirs ou moulins d'huile d'olives. Ainsi, lorsque la production fut abondante et les producteurs eurent plus que jamais besoin de réservoirs, Thalès, revendit à un prix fort les droits de bail qu'il avait achetés<sup>5</sup>. L'on note que la pratique en elle-même existe depuis très longtemps, bien

---

<sup>5</sup> Joseph-Benjamin MOJUYÉ, *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis*, Paris, Éditions Librairie Générale de droit et de jurisprudence, 2005, p.22

que l'utilisation usuelle du terme dérivé soit plus récente<sup>6</sup>. L'expression *marché des produits dérivés* est ainsi définie dans le dictionnaire Larousse : « marché financier dans lequel les transactions portent sur des contrats et non sur les produits eux-mêmes »<sup>7</sup>.

Traditionnellement, les jeux et paris ayant une composante de spéculation financière étaient restreints par les lois ou soumis à l'arbitrage du juge<sup>8</sup>. Dès l'antiquité, le célèbre Cicéron assimilait l'agiotage à la débauche<sup>9</sup>. Il en était de même dans le droit canonique, le jeu spéculatif était réprouvé et assimilé au vol. Du point de vue du droit naturel, Saint Thomas d'Aquin affirmait que pour être honnête et licite, le jeu ne devait pas appauvrir son semblable ou porter préjudice à son prochain<sup>10</sup>. La notion de désordre économique est également intégrée<sup>11</sup>. Pourtant, la spéculation n'a pas que des défauts, selon Proudhon, elle est aussi

---

<sup>6</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « Le mythe de la nouveauté des produits dérivés », (2009) *Le Journal des Finances*, Paris, p.38, "Aucun produit dérivé moderne n'est différent de l'opération de Thalès. Certes, on l'appellerait aujourd'hui "option OTC" plutôt que "spéculation lucrative", comme la qualifiait Aristote, les arrhes sont devenues "les primes", le prix convenu pour la location des moulins, le "prix d'exercice" de l'option, celui de la sous-location à la récolte, son "prix de règlement" et on aurait forcé Thalès (puisqu'il a entre-temps revêtu la forme commerciale et intégré le CAC 40...) à l'enregistrer à chaque arrêté de comptes à sa "juste valeur" ou Mark-to-Market Value. Évidemment, là on entend moins les cigales, mais, si les mots ont changé, la lexicographie ne suffit pas à faire passer la chose pour nouvelle et aujourd'hui comme à Babylone ou à Millet, tout produit dérivé est encore un contrat à terme.

<sup>7</sup> *Le petit Larousse illustré 2011*, Paris, Larousse, 2010

<sup>8</sup> Emmanuel VERCAMER, *Étude historique et critique sur les jeux de bourse et marchés à terme*, Bruxelles, 1903, p.2

<sup>9</sup> « In his gregibus omnes aleatores, omnes adulteri, omnes impuri impudicique versantur in his gregibus ». Cicéron, *Les Catilinaires*, Second discours contre Catilina. TRADUCTION: «Ce vil troupeau n'est qu'un ramas de tous les joueurs, de tous les adultères, de tout ce qu'il y a d'impur et d'impudique». par J.Thibault, Cicéron, *Les Catilinaires*, Hachette, Paris, 1892.

<sup>10</sup> Eugène KEESEN, (Abbé), « La licéité du jeu et sa psychologie d'après saint Thomas d'Aquin », *Revue néo scolastique*. 8<sup>e</sup> année, N°31, 1901, p. 311

<sup>11</sup> « [Le joueur] n'ajoute pas un atome à la richesse publique (...) en bouleversant l'échiquier social, il donne ouverture aux crises les plus violentes, parce qu'il engendre deux déclassés à la fois: des enrichis qui ne connaissent pas l'usage rationnel de la richesse, et des appauvris qui ne sont pas familiarisés avec les privations». E. KEESEN, *préc.*, note 10, p.311, 312

synonyme de découverte, innovation car elle « crée de rien toutes choses. »<sup>12</sup> La spéculation a un caractère libre, indomptable, elle est infinie dans ses moyens et échappe donc à la main réglementaire qui cherche à étendre son emprise sous le couvert de la moralité publique<sup>13</sup>. La fluctuation de l'offre et de la demande, la variabilité des attributs du commerce telle que la production, la circulation des marchandises ont fait naître les contrats à terme, ainsi, il semble impossible de les interdire sans dénaturer le commerce. Les contrats à terme constituaient des outils indispensables afin de réaliser des gains de productivité et diminuer le coût des activités des marchands. Ce n'était que lorsque la spéculation s'éloignait des besoins du commerce et qu'elle était plutôt recherchée pour elle-même, qu'elle entraînait dans la catégorie du jeu et du vol<sup>14</sup>.

Concrètement, les contrats à terme, se sont développés avec l'apparition des foires commerciales, et ce dès le XIIIe siècle. Les affaires se concentrèrent sur quelques villes européennes et les transactions y sont opérées au comptant à l'aide d'un document que l'on appelait la lettre de faire. Il s'agissait d'un contrat en vertu duquel, une partie s'obligeait à livrer la chose et l'autre à payer le prix convenu à la date fixée. La lettre devait être signée par un marchand réputé, originaire de la ville où étaient stockées les marchandises, qui garantissait que les produits étaient conservés dans son entrepôt.

Progressivement, les *forwards* sont apparus dans les économies reposant essentiellement sur une agriculture saisonnière<sup>15</sup>, et ce, afin de se prémunir contre la fluctuation des denrées alimentaires résultant du cycle de production ou des événements

---

<sup>12</sup> Pierre-Joseph PROUDHON, *Manuel du spéculateur à la bourse*, 3e éd., Paris, Librairie de Garnier Frères, 1857, p.8.

<sup>13</sup> *Id.*

<sup>14</sup> *Id.*, p. 10

<sup>15</sup> Catherine HERSENT et Yves SIMON, *Marchés à terme et options dans le monde*, Paris, Dalloz, 1989, p.3

imprévis tel que les guerres, famines, sécheresses, et autres catastrophes naturelles<sup>16</sup>. Il s'agissait, par exemple pour un producteur de blé de s'entendre avec un meunier pour fixer un prix constant pour une année donnée, de cette façon, les répercussions quant à l'excès de production durant l'été et la forte demande durant l'hiver, ne se faisaient pas ressentir. En procédant ainsi, les deux parties se prémunissaient à l'encontre d'un risque futur: d'un côté, le producteur de blé réduisait le risque ayant trait à l'incertitude du prix du blé en clôturant le prix à un montant fixe, alors que le meunier s'assurait de la disponibilité du blé. De plus, en concluant ce type de contrat, chaque partie assumait un type de risque différent, en effet, le producteur de blé courait le risque, si la denrée était vendue à un prix inférieur, de plafonner sa marge de crédit, alors que le meunier encourait des pertes si la denrée était vendue à un prix supérieur. L'on peut dire que le gain d'une partie représente la perte pour l'autre partie. En ce sens, certains produits dérivés sont qualifiés de jeux à somme nulle, puisque les parties à une opération ont des expositions égales et exactement opposées aux variations du sous-jacent<sup>17</sup>. Dans un sens plus large, cette proposition doit être nuancée puisque les produits dérivés peuvent générer un gain, par exemple, s'il y a livraison physique du produit. Ainsi, un surplus est généré et on ne pourra pas réellement le qualifier de jeu à somme nulle<sup>18</sup>. Il en est de même pour les autres produits dérivés qui génèrent une forme de richesse qui n'est pas monétaire, par exemple, un contrat de jeu ou de pari dans le domaine des sports qui procure non seulement un gain matériel mais une satisfaction personnelle lié au divertissement procuré<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Chicago Mercantile Exchange, « An introduction to futures and options », Chicago Mercantile Exchange Market Education Department, 2006, p.2: [http://www.cmegroup.com/files/intro\\_fut\\_opt.pdf](http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

<sup>17</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « Le prétendu danger des produits dérivés », (2009), Le Journal des Finances, p.37, "(...) à l'intérieur d'un même contrat, chaque perte est compensée immédiatement par un gain symétrique et vice et versa (...) Les dérivés n'ont pas pour objet de faire disparaître les risques, mais de la transférer.

<sup>18</sup> Timothy E. LYNCH, « Derivatives: A Twenty-First Century Understanding », Bloomington, Indiana University, Legal Studies Research Paper Series, 2011, p.13

<sup>19</sup> *Id.*, p.24

Les *forwards* se sont graduellement développés au gré de la volonté des contractants, selon leurs besoins, ils ne répondaient donc à aucun marché organisé. En réponse à cette demande, les bourses ont élaboré des contrats standardisés: les *futures*. Ce type de contrat permettait aux parties contractantes de s'engager sur un prix pour une quantité déterminée d'un produit donné (le sous-jacent), à une date future<sup>20</sup>. Ces contrats sont échangés sur des places de marché organisés et les opérateurs y bénéficient de conditions établies à l'avance, indépendamment de leur situation financière ou d'autres critères<sup>21</sup>. Traditionnellement, les modalités de ces contrats prévoient: « la nature du produit, la quantité, le prix qui fait l'objet de la négociation sur le marché, l'époque de livraison et de réception, le lieu de livraison, la qualité du produit, les modalités de paiement et les procédures légales en cas de litige. »<sup>22</sup>

Les *futures* ont été davantage développés à Chicago en raison de la proximité aux grands réseaux de transport routiers et ferroviaires. Le grand port de New York permettait le développement du commerce international<sup>23</sup>, alors que Chicago avec ses grandes routes et chemins de fer reliant les zones rurales, permettait de stimuler le commerce intérieur par le négoce de céréales et autres denrées agricoles<sup>24</sup>. Le Chicago Board of Trade (CBOT), aujourd'hui devenue la Chicago Mercantile Exchange (CME), fut l'un des initiateurs d'un marché des dérivés<sup>25</sup>. C'est en 1969 que le CBOT lance un contrat à terme sur l'argent. Il s'agira du premier contrat standardisé au monde ayant pour sous-jacent une matière première d'origine non agricole<sup>26</sup>. Peu à peu, le CBOT parvint à s'imposer pour traiter environ 90 pour

---

<sup>20</sup> Barry A. GOSS, « Futures Markets: their establishment & performance », New York, New York University Press, 1986, p.13

<sup>21</sup> Jean CORDIER, *Les marchés à terme*, Paris, Presses Universitaires de France, 1984, p.23

<sup>22</sup> *Id.*, p.24

<sup>23</sup> Hurd BARUCH, *Wall Street: Security Risk*, Washington D.C., Acropolis Books, 2nd Edition, 1971, p.13

<sup>24</sup> J.-B. MOJUYÉ, *préc.*, note 5, p.30, Catherine HERSENT et Yves SIMON, *préc.*, note 15, p.226

<sup>25</sup> *Présentation du CME* : <http://www.cmegroup.com/international/french/about/spirit-of-innovation.html> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>26</sup> Yves JÉGOUREL, *Les produits financiers dérivés*, Paris, La Découverte, 2005, p.66

cent des opérations à terme transigées dans le monde<sup>27</sup>. Aujourd'hui, les *futures* sont transigés à travers le monde, avec un volume d'environ 31,7% en Amérique du Nord<sup>28</sup>.

Avec l'apparition des contrats standardisés, les intermédiaires se sont multipliés. Ces derniers participaient en contractant des positions sans toutefois avoir l'intention de prendre livraison des produits. Cette dynamique a engendré une forme de spéculation des marchés à terme. Les contrats pouvaient facilement changer de mains puisque les intermédiaires s'appuyaient sur les changements imputables aux conditions du marché pour éliminer une position en achetant une position inverse ou en vendant le contrat avant la date de livraison (également appelé *offsetting*) et de ce fait, générer du profit.

Certaines contraintes ont été apportées étant donné que ce mécanisme n'était pas à l'abri des défaillances des parties respectives. Il a donc fallu requérir le dépôt d'une somme d'argent afin de garantir l'exécution des obligations des parties. Au final, si une défaillance se produisait, l'autre partie pouvait recevoir l'argent déposé en garantie à titre de remboursement pour les inconvénients et les pertes financières qui y étaient liées<sup>29</sup>.

Au cours du XXe siècle, d'autres produits dérivés financiers sont apparus et ont connu une expansion fulgurante, graduellement, le mécanisme de contrat à terme n'était plus limité à des marchandises et des matières premières mais a été étendu à des produits uniquement financiers tel que les devises, les taux d'intérêts pour les emprunts d'état et les taux IBOR (Taux interbancaire offert).

---

<sup>27</sup> Adrien P. TIMMERMANS, *La Bourse de New York et ses problèmes*, Louvain, Éditions Vander, 1971, p.41

<sup>28</sup> Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, Table 23 B, June 2015

<sup>29</sup> Jorge Cruz LOPEZ, Royce MENDES, Harri VIKSTEDT, « The Market for Collateral: The Potential Impact of Financial Regulation », Bank of Canada, *Financial System Review*, June 2013, p.46

---

Les produits dérivés sont devenus des instruments très complexes, de plus en plus spécialisés. On présente aujourd'hui plusieurs formes de produits dérivés, les contrats à terme, les options et les contrats d'échanges. On peut remarquer que notre code civil retient une section sur les obligations à terme<sup>30</sup>. Les produits dérivés, tel que nous les voyons aujourd'hui ne sont que des variations de la vente à terme<sup>31</sup>. Nous verrons à présent quels produits plus spécifiques ont été mis en place et dans quel contexte s'est opérée cette évolution.

Nous décrirons maintenant les différents intervenants qui ont contribué à cette évolution et l'apparition des instruments sur dérivés de type swap.

### **1.1.2. Les nouveaux acteurs de l'industrie des dérivés de gré à gré et l'apparition des swaps**

Les banques centrales interviennent sur le marché pour superviser le système bancaire, gérer les réserves en devises et papier d'État ou agir à titre de prêteur en dernier ressort<sup>32</sup>. Elles exercent également une influence sur les banques commerciales<sup>33</sup>. Ces dernières sont devenues des acteurs de plus en plus importants grâce au volume de transactions qu'elles transigent et la gamme de services qu'elles offrent qui s'est progressivement diversifiée avec les années.

---

<sup>30</sup> *Code civil du Québec*, L.Q., 1991, c.64, article 1508 et s.

<sup>31</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE, *préc.*, note 6, p..38, « Tout produit dérivé, quelle que soit sa forme, est la variation d'une opération unique, un légo élémentaire, l'une des plus anciennes opérations du commerce entre les hommes: la vente à terme. »

<sup>32</sup> Stephen VALDEZ et Julian WOOD, *An Introduction to Global Financial Markets*, 4e édition, New York, Palgrave Macmillan, 2003, p.50

<sup>33</sup> Marjorie DEANE et Robert BANKS, *The Central Banks*, Londres, Hamish Hamilton, 1994, p.110

---

Dans les années 80, une vague de dérégulation financière<sup>34</sup> et d'innovations dans les technologies de crédit ont favorisé le développement des marchés financiers<sup>35</sup>. Également, un mouvement de désintermédiation<sup>36</sup> s'est opéré, faisant en sorte que les établissements bancaires ont été contraints de s'adapter en diversifiant leurs activités. En effet, les épargnants ont manifesté leur désir de bénéficier de la hausse des taux d'intérêts en transférant les avoirs placés dans des institutions de crédit pour mieux les placer dans des fonds de gestion de portefeuille chez des institutions financière non bancaires. Ces fonds ont permis aux investisseurs de détenir un portefeuille diversifié d'instruments financiers tels que les papiers commerciaux, ou les emprunts d'états. La part des crédits bancaires par rapport au total du financement externe est successivement passée de 88,5% en 1980, à 34,5% en 1986 pour s'établir à 50,6% en 1990<sup>37</sup>. Ces organismes de gestion de portefeuille connurent donc une expansion sans précédent. Face à ces nouvelles réalités, les banques ont dû déployer tous les efforts pour produire et vendre des produits dérivés innovateurs<sup>38</sup>. Cela a généré un marché plus large, plus profond, plus accessible aux intervenants, à la recherche d'instruments de placement, de financement ou de couverture.

Par ailleurs, le décloisonnement des marchés<sup>39</sup>, c'est-à-dire la suppression des frontières entre les marchés nationaux et également l'éclatement des divisions existantes entre: le marché

---

<sup>34</sup> Mark T. WILLIAMS, *Uncontrolled risk*, New York, McGraw Hill, 2010, p.42

<sup>35</sup> Ralph C. BRYANT, *International Financial Intermediation*, Washington D.C., The Brookings Institution, 1987, p.64

<sup>36</sup> Les marchés ont connu une évolution tendant vers la globalisation. Trois composantes ont été distinguées pour expliquer cette évolution, également appelée la théorie des trois D (dérégulation, désintermédiation et décloisonnement), Henri BOURGUINAT, *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France, 1992, p.91.

<sup>37</sup> Marc MONTOUSSÉ, (dir.), *100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers*, 4e éd., Paris, Éditions Bréal, 2010, p.11

<sup>38</sup> Juliette D'HOLLANDER, «L'émergence des produits dérivés: le cas du Québec » (1996) 37 *C. de D.* 377, p.381

<sup>39</sup> Henri BOURGUINAT, *préc.*, note 36, p.91.

monétaire (financement à court terme), le marché financier (financement à long terme), le marché de change (échange de monnaies), et le marché à terme, a également engendré une plus grande concurrence des opérateurs et de nouveaux produits. Les opérateurs pouvaient à présent utiliser des instruments financiers leur permettant de passer d'une division du marché à une autre. Le swap est devenu une sorte de courroie de transmission entre marchés internes et externes<sup>40</sup>. Progressivement, sont apparus les swaps de taux d'intérêt, les swaps de devise, les swaps croisés et les swaps sur crédit. Voyons ces différents contrats sur dérivés.

Un swap de taux d'intérêt (*Interest Swap*) consistera à échanger une dette à taux fixe contre une dette à taux variable. Les flux échangés dans un swap sont appelés les jambes. Par exemple, la société A qui bénéficie d'une notation favorable AAA pourra accéder à des meilleures conditions à taux fixe, alors que la société B aura un plus grand avantage sur le marché à taux variable. Chacune des sociétés empruntera sur le marché où elle disposera d'un avantage et échangera ensuite le produit de son emprunt. Ainsi, la société A échangera son intérêt à taux fixe contre l'emprunt fait par B à taux variable. Le contrat sera établi sur une base notionnelle, qui équivaudra au montant du prêt, mais cette partie ne fera pas l'objet d'échange<sup>41</sup>. Dans ce cas, l'échange du principal sera fictif et seules les conditions portant sur les intérêts seront partagées entre les parties de façon égale ou inégale<sup>42</sup>.

Peu à peu, sont apparus les swaps sur devise (*Currency Swap*). Leur naissance était liée à la volonté des entreprises de vouloir se procurer des devises étrangères, qui ne pouvaient pas être librement échangées. Ce fut le cas, par exemple du yen, dans les années 70, qui faisait

---

<sup>40</sup> *Id.*, p.92

<sup>41</sup> Margaret GROTTENTHALER et Philip J. HENDERSON, *The Law of Financial Derivatives in Canada*, Toronto, Carswell, 1999, p.1-8.1

<sup>42</sup> S. VALDEZ et J. WOOD, *préc.*, note 32, p.302

l'objet d'un monopole étatique à l'égard du commerce extérieur<sup>43</sup>. Le swap de devises devint donc un moyen de contourner ces limites.

Le swap de devises peut-être conclu de la façon suivante: la banque (A) paie un taux (Sterling LIBOR  $\pm$  a spread) à une banque (B), qui, en échange paie à la banque (A), un taux fixé dans la devise étrangère convoitée, par exemple (US\$ LIBOR), basé sur un montant notionnel<sup>44</sup>. En concluant un swap de devises les parties peuvent échanger un montant déterminé de devises étrangères et s'engager à effectuer des paiements correspondant aux intérêts<sup>45</sup>. Les parties sont ainsi tenues au paiement des intérêts, et à la date convenue (date de maturité du contrat), la banque (A) versera un paiement en livres Sterling en contrepartie d'un paiement en dollars US de la banque (B). Cette dernière fera l'opération inverse en effectuant un paiement en dollars US et en recevant un paiement en livres Sterling. Ainsi, le swap de devise implique la vente et l'achat de la devise étrangère et permet d'échanger des flux de trésorerie à des moments déterminés. Le risque de change est ainsi éliminé durant cette période<sup>46</sup>. L'intérêt d'un swap sur devise réside dans le fait que cette opération d'échange ne sera pas inscrite au passif du bilan d'une entreprise, mais plutôt dans le poste hors-bilan, ce qui n'affectera pas la capacité d'emprunt d'une entreprise dans sa propre monnaie<sup>47</sup>.

---

<sup>43</sup> Olivier DARNÉ et Jean-François HOARAU « La parité des pouvoirs d'achat pour l'économie chinoise : une nouvelle analyse par les tests de racine unitaire », *Recherches économiques de Louvain* 2/2008 (Vol. 74), p. 219-236, 227

<sup>44</sup> Margaret GROTENTHALER et Philip J. HENDERSON, *préc.*, note 41, p.1-14

<sup>45</sup> Bank for International Settlements, « OTC derivatives statistics at end-December 2014 », *préc.*, note 3, p.9 « Currency Swap: Contract that commits two counterparties to exchange streams of interest payments in different currencies for an agreed period of time and to exchange principal amounts in different currencies at a pre-agreed exchange rate at maturity ».

<sup>46</sup> Banque EDC, « Gestion du risque de change », p.9 (disponible à l'adresse suivante: <http://www.edc.ca/FR/Knowledge-Centre/Economic-Analysis-and-Research/Documents/managing-foreign-exchange-risk-guide.pdf>) (consulté le 17 juin 2015)

<sup>47</sup> Yves JÉGOUREL, *préc.*, note 26, p.24

Il existe également des swaps croisés (*Cross Currency Swap*) qui combinent les deux mécanismes ci-haut exposés, avec des dettes et des prêts en monnaies différentes ou empruntées à des taux différents.

Enfin, d'autres swaps sont envisageables, tel que les swaps de crédit par lesquels une partie transfère le risque et le rendement d'un actif à une contrepartie sans toutefois céder la propriété de l'actif sous-jacent<sup>48</sup>. Là encore, plusieurs types de swaps existent, nous nous attarderons seulement sur le swap sur défaillance (*Credit Default Swap*) ainsi que le swap sur rendement total (*Total Return Swap*).

Le swap sur défaillance permet à une partie d'acheter une protection pour couvrir le risque de défaut d'un agent tiers (ou entité de référence), sur lequel il détient une créance. Ainsi, une partie (A) assumera le risque de défaillance relié à une créance détenue par la partie (B), et cette dernière, recevra soit le paiement d'une somme en totalité à la signature du contrat, soit des versements périodiques de la contrepartie (A) à ce titre<sup>49</sup>. Une banque pourrait autant agir à titre de preneur de risque, que pour couvrir ses propres risques liés à l'octroi de prêts. D'autres organismes peuvent utiliser ces techniques, c'est le cas par exemple des fonds de couverture, des institutions financières, ou des courtiers. Dans le cadre de cette opération, la partie débitrice au contrat de prêt n'est pas partie au contrat de swap. Le contrat prévoira des

---

<sup>48</sup> John KIFF, Ron MORROW, « Credit Derivatives », (2000), Bank of Canada Review, p.3

<sup>49</sup> Lorsque l'évènement de crédit se produit, la perte pour le vendeur peut être établie de deux façons, soit, moyennant un remboursement correspondant à la valeur du titre de dette, en échange du titre en défaut (*Physical Settlement*), soit par le versement de la différence entre le montant nominal du titre et la valeur de marché des titres (*Cash Settlement*). Voir PASCAL BARNETO, GEORGES GREGORIO, *Les mécanismes financiers de la titrisation*, Paris, Lavoisier, 2011, p.166. Il convient également de distinguer les swaps sur défaillance des produits d'assurance. Dans le cas des swaps sur défaillance, la valeur est intrinsèquement liée à l'occurrence d'un évènement de crédit, et non par la réalisation d'une perte. Le vendeur ne pourra exiger de l'acheteur qu'il fasse la preuve d'une perte comme condition préalable à au versement du paiement en cas de défaut.

évènements de crédit donnant ouverture à une compensation à payer par le vendeur de protection, c'est-à-dire la contrepartie (A). Ces évènements incluent le défaut de paiement par le débiteur de la dette faisant l'objet du swap ou des évènements liés à la faillite ou à l'insolvabilité de ce débiteur<sup>50</sup>. Les clauses de défaut se sont étoffées au fil du temps, prenant désormais une forme standardisée grâce à l'Association des professionnels des dérivés International Swaps and Derivatives Association, ci-après l'ISDA). Le premier contrat standard a été élaboré en 1999 et six grands types d'incidents de crédit ont été répertoriés donnant ouverture à un dédommagement par le vendeur de protection: la faillite, le défaut de paiement, la non-reconnaissance par l'entité de référence ou par une autorité de la validité d'une ou plusieurs obligations de l'entité de référence, la déchéance du terme de la créance, un manquement à des obligations et enfin, la restructuration<sup>51</sup>. Ces produits dérivés de crédit ont été élaborés par les banques d'affaires de Wall Street (J.P. Morgan, Merrill Lynch et Bankers Trust) pour réduire les risques de crédit, et ce, de diverses façons<sup>52</sup>: tout d'abord, grâce à la séparation des risques du marché et de crédit, en raison du transfert à d'autres intervenants. En outre, ces produits facilitent les négociations menant à la conclusion d'une transaction car il y a transfert de risque sans pour autant qu'il y ait abandon de la propriété de l'actif. Enfin, il est possible de couvrir ces risques par le mécanisme de couverture, c'est-à-dire, en prenant une position sur le marché dérivé qui compense par un gain toute perte découlant de l'actif sous-jacent détenu.

---

<sup>50</sup> Margaret GROTTENTHALER et Philip J. HENDERSON, *préc.*, note 41, p.1-20; Frederic S. MISHKIN, Stanley G. EAKINS, *Financial Markets & Institutions*, 7e éd., Boston, Prentice Hall, 2012, p.617. Un exemple pratique de cette technique consisterait pour une entreprise (partie B) détenant des obligations à l'égard de General Motors, de contracter l'entente suivante: s'engager à payer la prime annuelle de 1000\$ à sa contrepartie (A), en échange, cette dernière s'engage à verser la somme de 10 000\$, si la cote de crédit liée aux obligations de GM Motors est abaissée.

<sup>51</sup> Frank PACKER et Haibin ZHU, « Les clauses contractuelles et tarification des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur », Rapport trimestriel BRI, mars 2005, p.88. La restructuration pose souvent des problèmes de définition, étant donné qu'elle n'est pas toujours accompagnée de pertes évidentes pour le détenteur de la créance et que par ailleurs, les échéances de paiement demeurent les mêmes.

<sup>52</sup> Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, *Les mécanismes financiers de la titrisation*, Paris, Lavoisier, 2011, p.162

Le swap sur rendement total permet de transférer à une contrepartie le risque et le rendement sur un actif. La contrepartie (B), l'acheteur de protection, verse à la contrepartie (A), une commission périodique<sup>53</sup>. En retour, elle recevra de la contrepartie (A) le rendement total de l'actif de référence. Le rendement total de l'actif de référence correspond généralement à l'ensemble des paiements d'intérêts sur l'actif de référence ainsi qu'un montant fondé sur la variation de la valeur marchande de l'actif<sup>54</sup>. Lorsque la valeur de l'actif sous-jacent monte, la contrepartie (B), l'acheteur de protection reçoit un montant égal à la plus-value, dans le cas contraire, la contrepartie (B) devra payer la performance négative, correspondant à la moins-value à la contrepartie (A). Si un incident de crédit survient avant l'échéance du contrat, le swap expire et le règlement intervient immédiatement.

Ces différentes ententes ont permis aux opérateurs d'accéder à un marché mondialisé pour s'assurer d'une certaine souplesse en termes de financement. Elles ont également permis aux petites et moyennes entreprises d'accéder au marché financier en échangeant leurs conditions d'emprunt avec de plus grandes entreprises.

En raison de la spécificité des contrats à terme et des incertitudes juridiques liées à leur formation et leur exécution, l'ISDA, fondée en 1985, s'emploie à développer des conventions cadres sur lesquels les professionnels œuvrant dans les dérivés à terme peuvent s'appuyer<sup>55</sup>. Elle regroupe 825 membres venant de plus de 57 pays, répartis sur tous les continents. Ses membres viennent de divers horizons: des banques régionales et internationales, des

---

<sup>53</sup> Cette prime correspond à un taux sans risque, assorti d'une prime ou d'un taux LIBOR assorti d'une marge fixée par le swap.

<sup>54</sup> John KIFF, Ron MORROW, *préc.*, note 48, p.4, voir aussi GÉRARD-MARY HENRY, *Les Hedge Funds*, Paris, Éditions d'Organisation, 2008, p.94

<sup>55</sup> *Id.*, p.2-2

organisations gouvernementales, des institutions financières, des gestionnaires de portefeuille, des assureurs, des entreprises, des cabinets d'avocats etc.<sup>56</sup> L'ISDA poursuit trois objectifs, tout d'abord la réduction du risque de contrepartie, la transparence et l'amélioration des infrastructures opérationnelles de l'industrie. Bien que cette association professionnelle ne puisse être assimilable à un marché organisé, réglementé, il n'empêche que la loi du marché produise son effet. Le marché de gré à gré tend à reproduire les règles du marché réglementé et à se standardiser, jusqu'à ce que ce cadre devienne trop rigide et formel, et dans ce cas, un nouveau mouvement se crée qui se situe plutôt du côté de l'informel et du sur mesure<sup>57</sup>. Les produits dérivés posent des risques importants qui ne reposent pas uniquement sur les épaules des parties contractantes mais également sur la société en général.

En pratique, l'ISDA est une organisation qui exerce des activités de lobbying auprès des autorités régulatrices aux États-Unis et dans le monde. Dans les années 90, lorsque fut adressée la question de la réglementation des produits dérivés de gré à gré, l'ISDA se prononça en défaveur d'un tel projet<sup>58</sup>.

Il convient maintenant de s'intéresser aux risques propres aux contrats sur dérivés de gré à gré, notamment à la lumière de la crise financière amorcée en 2008 et ses multiples

---

<sup>56</sup> <http://www2.isda.org/> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>57</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, et Maurice NUSSENBAUM, «Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré», (1997) , R.J.D.A., 679, 683

<sup>58</sup> ISDA (International Swaps and Derivatives Association), « The GAO report on financial derivatives: good facts and bad conclusions » – an ISDA position paper (ISDA, New York, 1994. Voir également: Frank PARTNOY, *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, London, Profile Books, 2003, p. 154, "With this assistance, Brickell [Président de l'ISDA entre 1988 et 1992] and ISDA stopped the derivatives legislation. (...) He belittled members of Congress who had continued to support new laws during the 1994 hearings on the legislation, and who failed to draw a distinction between structured notes and swaps (...)."

répercussions. En définitive, cet exposé nous permettra de mieux comprendre les nouvelles données et les contraintes auxquelles doivent faire face les marchés financiers.

## **1.2. Les risques associés aux transactions sur dérivés de gré à gré**

Il peut-être paradoxal de parler de risques sur des produits dont la finalité est précisément de se prémunir à l'encontre des risques. La problématique se pose étant donné que ces instruments peuvent être autant utilisés pour couvrir un risque que pour des fins spéculatives.

En réalité, les produits dérivés n'éliminent pas complètement les risques, mais établissent un transfert du risque vers une partie prenante<sup>59</sup>. Les marchés de gré à gré posent le risque de concentration du risque entre les mains de quelques participants, qui sont les seuls opérateurs ayant les modèles de contrats, la connaissance technique et les capitaux nécessaires afin de mettre en œuvre ces ententes contractuelles.

Nous traitons tout d'abord des risques associés à la crise financière, suivi du risque lié à la détermination juridique du concept de dérivé de gré à gré.

### **1.2.1. Les risques reliés à la crise financière**

---

<sup>59</sup> François CHAMPARNAUD, « Produits dérivés: Contrôle et risques systémiques », dans: *Les produits dérivés, quelles conséquences économiques?*, Florence LEGROS (dir.), Perpignan, Éditions Presses Universitaires de Perpignan, 1996, p.136

La crise financière a pris naissance dans le secteur immobilier américain. L'ampleur de la crise fut telle qu'elle fut qualifiée de « première crise de la mondialisation<sup>60</sup>», en raison de ses répercussions au niveau mondial et la rapidité avec laquelle elle s'est répandue. Plusieurs facteurs ont eu pour effet de rendre la crise inévitable, d'une part, le contexte économique conjugué à des pratiques déficientes en matière d'octroi de crédit et de gestion du risque, et d'autre part, de nombreuses lacunes ont été observées au niveau de la surveillance réglementaire. La crise a frappé le marché hypothécaire américain mais aussi tous les secteurs de l'économie mondiale, engendrant également une crise bancaire et une crise boursière.

Avec les années, le risque immobilier s'est progressivement immiscé dans le système financier, notamment par le mécanisme de la titrisation. Cette technique a permis de relancer le financement de l'immobilier résidentiel américain dans un contexte de hausse des taux d'intérêts<sup>61</sup>. La titrisation consiste à fragmenter des prêts sous forme de classes de risques, assortis de différentes caractéristiques en termes de taux d'intérêt, de priorité des remboursements et de solvabilité des emprunteurs. À partir de là, des portefeuilles de crédit sont constitués pour devenir des titres échangeables sur les marchés. Au départ, les premiers acquéreurs de ces produits furent des agences fédérales<sup>62</sup> puis, ce procédé s'est largement répandu auprès des entreprises pour constituer un outil de financement efficace car il permettait un émiettement du risque et favorisait la diffusion du capital. Ces produits dérivés de crédit existent sous diverses formes, cela peut-être une obligation adossée à des actifs<sup>63</sup>, ou

---

<sup>60</sup> Alexis TRÉMOULINAS, *Comprendre la crise*, Paris, Éditions Bréal, 2010, p.9

<sup>61</sup> Zine SEKFALI, *Droit des financements structurés*, Paris, Éditions Revue Banque Édition, 2006, p.585

<sup>62</sup> « Governmental National Mortgage Association », « Federal National Mortgage Association », « Home Loan ».

<sup>63</sup> (Collateralized Debt Obligation, CDO)

une obligation adossée sur crédit<sup>64</sup>. Ces procédés ont été largement critiqués durant la crise des subprimes de 2007<sup>65</sup>.

Un individu ou une entreprise pouvait donc faire appel à une chaîne d'intermédiaires financiers pour pallier au problème de financement. Les banques n'ont pas su mesurer les risques associés aux obligations titrisées afin de se prémunir à l'encontre des risques qui pouvaient s'en suivre dû aux défaillances immobilières<sup>66</sup>.

Nous allons étudier les divers risques mis en évidence par la crise financière, à savoir, le risque systémique (1.2.1.1.), le risque de contrepartie (1.2.1.2.), puis, le risque d'opacité (1.2.1.3.). Finalement, nous évoquerons d'autres risques affectant les dérivés de gré à gré, tel que le risque opérationnel et le risque de liquidité (1.2.1.4.).

### **1.2.1.1.Le risque systémique**

Le concept de risque s'est développé à travers les années pour devenir de plus en plus universel, niant ainsi les frontières entre l'espace et le temps et la sur spécialisation des domaines et des disciplines<sup>67</sup>. Le risque systémique s'entend comme un dysfonctionnement générant une paralysie généralisé d'un système au complet, mis en évidence par la corrélation entre ses acteurs, par opposition à une dégradation provenant de segments individuels ou

---

<sup>64</sup> (Collateralized Loan Obligation, CLO)

<sup>65</sup> Bruno COLMANT et Chantal SAMSON, 2008, *l'Année du Krach*, Paris, Éditions Larcier, 2009, p.22

<sup>66</sup> Patrick NAVATTE, *Marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés*, 2e éd., Paris, Éditions EMS, 2010, p.57

<sup>67</sup> Ulrich BECK, *La société du risque, sur la voie d'une autre modernité*, Paris, Éditions Aubier, 2001, p.127 (traduit par Laure Bernardi)

parties d'un système<sup>68</sup>. Peu à peu, le risque systémique s'est imposé avec la mondialisation des marchés financiers et l'interconnexion des agents économiques. Cette expression fut déjà employée en 1992, par la Banque des règlements internationaux dans un rapport issu par les dirigeants des banques centralisées du G-10, qui constata que l'utilisation de produits dérivés avait renforcé les liens entre les divers utilisateurs et de ce fait augmenté le risque d'affecter d'autres marchés.

Le risque systémique est aggravé dans un marché où les agents sont interconnectés<sup>69</sup>. Les banques contribuent à ce phénomène en ce qu'elles sont liées entre elles par le système de prêt, de dépôt, de par leurs opérations qui dépassent les frontières des pays. Également, l'intégration verticale des marchés, c'est-à-dire, la suppression des frontières entre les marchés nationaux mais aussi l'interdépendance des marchés financiers et monétaires a renforcé le risque systémique<sup>70</sup>. Le risque systémique est également déclenché par le caractère procyclique entre le système financier et l'économie réelle qui peut amplifier le cycle économique et exacerber l'instabilité financière<sup>71</sup>, nous y reviendrons plus en détails dans la seconde partie de notre étude<sup>72</sup>.

Les opérations sur dérivés de gré à gré ont connu une évolution certaine et une concentration de ces opérations entre les mains de quelques participants importants du marché,

---

<sup>68</sup> George G. KAUFMAN, Kenneth E. SCOTT, « What is systemic risk and do bank regulators retard or contribute it? », *Independent Review*, v. VII, n.3, Hiver 2003, p.371, « Systemic risk refers to the risk or probability of breakdowns in an entire system, as opposed to breakdowns in individual parts or components, and is evidenced by comovements (correlation) among most or all the parts. »

<sup>69</sup> Julie LEES ALLEN, « Derivatives clearinghouses and systemic risk: a bankruptcy and Dodd-Frank Analysis », 65 *Stan.L. Rev.*, p.8

<sup>70</sup> Henri BOURGUINAT, *préc.*, note 36, p.109.

<sup>71</sup> Bank for International Settlements, « The Role of margin requirements and haircuts in procyclicality », Report, March 2010, p. 21

<sup>72</sup> Voir supra, section 2.3.2. Le risque systémique face au rôle accru des chambres de compensation

ce qui a pu avoir pour effet de contribuer au risque systémique<sup>73</sup>. Par ailleurs, si les produits dérivés sont des contrats bilatéraux où la perte d'une contrepartie représente le gain de l'autre, comment expliquer les pertes qui ont été encourues par tous les utilisateurs de dérivés, lors de la crise? Pour répondre à cette question, il faut avoir une vue d'ensemble du négoce de produits dérivés.

Plusieurs théories ont été élaborées pour expliquer les origines du risque systémique. L'une d'elle se concentre sur les conséquences engendrées par la défaillance d'un opérateur, qui entraîne une chaîne de réactions et provoquent des effets à l'égard de ses contreparties, qui subissent les suites de ces actions, même si elles n'ont pas été exposées au choc initial. Selon cette théorie, un opérateur peut éprouver des difficultés qui le rendent incapable de rencontrer ses engagements, notamment en raison du système de paiement établi, et de ce fait, il pourrait manquer à ses obligations relatives à la compensation de l'opération sur dérivé<sup>74</sup>. Certains produits dérivés comportent des risques plus spécifiques, en effet, une analyse faussée du portfolio de dérivés de crédit et de leur exposition au risque peut entraîner une défaillance. Cette situation aura un impact sur les autres contreparties quant à leurs propres engagements et leur situation financière. La chaîne de transmission sera d'autant plus rapide si l'opération sur dérivé comporte un effet de levier important. En d'autres termes, le risque systémique peut dériver d'une défaillance provenant d'un opérateur et se décliner sur ses contreparties et se propager sur d'autres marchés. Il pourra également affecter les banques qui détiennent en collatéral, des sûretés, pour garantir l'exécution de l'opération sur dérivé, lorsque les pertes encourues sont plus importantes que le collatéral. Par ailleurs, le risque se trouve aggravé s'il existe une forte liaison entre le produit dérivé et le sous-jacent ou s'il existe une crise de

---

<sup>73</sup> Document de consultation 91-402 des ACVM, accessible au:

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011juin23-91-402-cons-paper-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 12 septembre 2011, p.15

<sup>74</sup> Malcom EDEY et Ketil HVIDING, « Une évaluation de la réforme financière dans les pays de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n°25, 1995, p.12

liquidité qui affecte une institution en raison de ses positions et que cela se répercute sur l'ensemble de ses activités<sup>75</sup>. La firme AIG a bien mis en lumière cette théorie, lors de la crise financière. Avant le début de la crise, au mois de septembre 2008, AIG bénéficiait d'une excellente cote de crédit (AA-)<sup>76</sup> et devait donc déposer des sommes moindres en collatéral, selon les standards établis par l'ISDA. La firme AIG avait conclu de nombreux *credit default swap* (CDS), en agissant à titre de vendeur de protection contre les pertes sur les produits titrisés issus de prêts hypothécaire *subprime*. Lorsque la crise des *subprimes* s'est déclenchée, avec le krach des prêts hypothécaires, AIG a dû réduire le prix correspondant à la valeur des contrats qu'elle avait conclus et par ce fait même, renforcer les garanties qu'elle avait auprès de ses créanciers<sup>77</sup>. En réaction à cela, les agences de notation ont abaissé la cote de crédit de la firme AIG, et cette dernière a dû faire face à ses contreparties qui exigeaient qu'elle dépose un collatéral plus élevé. Ces appels de marge ont créé un effet d'entraînement et une crise de liquidité par laquelle la firme AIG était désormais dans l'incapacité d'honorer ses engagements contractuels. Finalement, la firme fut mise sous tutelle le 16 septembre 2008, par la Réserve fédérale des États-Unis pour la sauver d'une faillite assurée<sup>78</sup>. Cet apport fut consenti afin de

---

<sup>75</sup> François CHAMPARNAUD, *préc.*, note 59, p.137

<sup>76</sup> Une cote qui lui conférait une position de choix pour conclure des transactions et maintenir ses positions, voir RODDY BOYD, « Fatal Risk: A Cautionary Tale of AIG's Corporate Suicide », Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 2011, p.31 ; John HULL, « Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale: toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation? », Banque de France, Revue de la stabilité financière n°14 - Produits dérivés - Innovation financière et stabilité (juillet 2010), p.85. A noter que les produits visés par la protection concernaient des CDS de tranches de portefeuilles hypothécaires et que la réforme actuelle et l'exigence de compensation ne vise que les CDS standardisés, c'est-à-dire, des produits offrant une protection contre des classes d'indices standardisés (iTraxx Europe et CDX NA IG)

<sup>77</sup> William K. Sjostrom JR, « The AIG Bailout », 66 Wash & Lee L.REV. 943 (2009), p.959

<sup>78</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE, *préc.*, note 17. L'intervention du gouvernement américain pour le sauvetage de la firme AIG, est venu en quelque sorte confirmer l'idée selon laquelle « les dérivés ont d'abord été (...) les instruments de la réduction du coût de très nombreuses opérations financières, y compris les financements. Ils ont ensuite été les outils de la déconcentration des risques dans les marchés traditionnellement très endogames. Cette réallocation a bien évidemment pour corollaire la dispersion du risque sur de très nombreux acteurs économiques et investisseurs, peut-être parfois mal préparés. Mais elle a contribué à limiter l'effet des défaillances de crédit et donc globalement à améliorer la résistance du système financier. Le gouvernement des États-Unis ne fait rien d'autre que reconnaître cette vertu globale lorsqu'il décide d'octroyer son soutien à AIG pour lui permettre d'honorer, avec l'argent des contribuables américains ses dérivés de crédit conclus avec deux banques françaises et allemandes.»

permettre à AIG de faire face à ses obligations et faire en sorte que ses contreparties ne soient pas affectées à leur tour.

Le risque systémique peut également dériver d'une source exogène plus indirecte, c'est-à-dire, par l'effet réactif des autres participants du marché, non affectés par la défaillance d'un opérateur isolé ou par ses contreparties, mais, souhaitant tout de même réduire son exposition respective à l'égard d'une défaillance possible. Les participants du marché privilégieront la stratégie d'ajustement de leur portfolio quant à la quantité d'actifs détenus plutôt qu'en rajustant le prix<sup>79</sup>. Cette réponse entraînera la chute de cet opérateur en raison de l'incertitude générée. Plus globalement, cette réaction peut aggraver le risque systémique en ce qu'elle peut créer une course à la vente et générer une grande volatilité des prix en raison d'un marché peu liquide, en l'occurrence les opérations sur dérivés de gré à gré<sup>80</sup>.

Une autre théorie voit la naissance du risque systémique comme un choc produisant diverses conséquences à l'égard de l'ensemble des banques et institutions financières et ce, de façon simultanée plutôt qu'une réaction en chaîne qui s'en suit<sup>81</sup>. Ce fut le cas, lors de la crise financière de 2008, lorsqu'on s'interrogea sur le rôle des agences de notation. Ces dernières avaient un rôle double, d'une part, conseiller leurs clients quant à la façon de structurer leurs activités et de contracter des instruments financiers complexes<sup>82</sup>, et d'autre part, évaluer ces

---

<sup>79</sup> George G. KAUFMAN, Kenneth E. SCOTT, *préc.*, note 68, p. 374

<sup>80</sup> Stephan G. CECHETTI, Jacob GYNTELBERG & Mark HOLLANDERS, « Central counterparties for over-the-counter derivatives », (2009), Banque internationale des règlements, revue trimestrielle, septembre 2009, p.45, 50 . C'est le cas en raison de la faible fréquence des opérations sur certains produits dérivés.

<sup>81</sup> Philip F. BARTHOLOMEY, Gary W. WHALEN, « Fundamentals of Systemic Risk », (1995) *Research in Financial Services: Banking, Financial Markets and Systemic Risk*, Greenwich, 3-18., « [systemic risk] refers to an event having effects on the entire banking, financial, or economic system, rather than just one or a few institutions ».

<sup>82</sup> Il s'agit notamment des dérivés de crédit, les obligations adossées à des actifs, obligations adossées sur crédit

mêmes produits en contrepartie d'honoraires considérables<sup>83</sup>. Il en résulta une asymétrie d'informations entre les prêteurs et les emprunteurs puisque ce système n'incitait pas ces agences de notations à transmettre une évaluation adéquate de ces produits, qui très souvent s'avéraient plus risqués que ce qui était anticipé. Une plus grande transparence devra être privilégiée pour améliorer la qualité de l'information véhiculée entre les institutions<sup>84</sup>.

Face à ces constats, il faudra se pencher sur l'ampleur de la réglementation requise pour ramener les risques systémiques à des niveaux acceptables. Nous nous pencherons plus précisément sur le risque occasionné par la défaillance d'une partie dans le cadre d'une opération sur dérivé.

#### **1.2.1.2. Le risque de contrepartie**

Le risque de défaillance survient lorsqu'une contrepartie n'est plus en mesure de remplir ses obligations soit en raison de facteurs endogènes, relatifs à l'opération en jeu et du marché dans lequel il évolue, soit en raison de facteurs exogènes, générés par des événements extérieurs qui affectent la solvabilité et la signature de la contrepartie. Les opérations sur dérivés génèrent un effet de levier important, d'où le risque accru de défaillance.

Certains mécanismes ont été mis de l'avant afin de neutraliser le défaut d'une contrepartie. Il existe des clauses dans la convention-cadre qui permettent de résilier le contrat lorsqu'un terme est échu, on les appelle « close-out netting ». Il demeure que la technique la

---

<sup>83</sup> F. S. MISHKIN, S. G. EAKINS, *préc.*, note 50, p.172

<sup>84</sup> Jack SELODY, « The nature of systemic risk », dans *Managing Risk in the Financial System*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2011, p.25

plus communément utilisée, permettant d'atténuer le risque de défaillance d'une partie, est la compensation de l'opération en jeu.

Les opérations sur dérivés de gré à gré impliquent deux parties liées par un contrat, qui s'engagent à en respecter les modalités. Contrairement aux transactions bancaires traditionnelles où l'on se retrouve en présence d'un débiteur et d'un créancier, les opérations sur dérivés tel que les swaps, impliquent deux contreparties qui sont débitrices et créancières l'une de l'autre. C'est le cas, en raison de la performance de la valeur de l'actif sous-jacent qui est variable et du marché qui est très volatile<sup>85</sup>. L'utilisateur doit assurer une gestion adéquate des flux de trésorerie, c'est-à-dire les encaissements et décaissements associés à l'opération sur dérivé. Ces flux sont généralement irréguliers et difficile à prévoir, même pour les utilisateurs les plus expérimentés<sup>86</sup>. Les opérations sur dérivés nécessitent une compréhension étendue des impacts liés à la relation entre le dérivé et le produit sous-jacent<sup>87</sup>. De plus, les utilisateurs détiennent souvent un portfolio très diversifié de produits dérivés, rendant d'autant plus difficile la gestion du savoir liée au réseau d'exposition au crédit.

Traditionnellement, les parties ont voulu se prémunir de ce risque par le biais de garanties bilatérales et grâce au système de compensation bilatérale. Cette technique de couverture fait en sorte que ce sont les parties elles-mêmes qui organisent la compensation de leurs opérations. Les modalités sont généralement prévues dans la convention-cadre, par exemple celle de l'association professionnelle de l'ISDA. Les parties à une convention-cadre

---

<sup>85</sup> Julie LEES ALLEN, « Derivatives clearinghouses and systemic risk: a bankruptcy and Dodd-Frank Analysis », *préc.* note 69, p.7

<sup>86</sup> International Monetary Fund, « Modern Banking and the OTC Derivatives Markets, The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk », Occasional paper, Washington DC, 2000, p.3

<sup>87</sup> Brian SCOTT-QUINN, Julian K. WALMSLEY, « The Impact of Credit Derivatives on Securities Markets », The International Securities Market Association, Zurich, 1998, p.27, 38

ISDA s'entendent de façon contractuelle afin que la compensation s'opère en calculant un solde de résiliation de montants qui sont dus à la partie non défaillante lorsque les transactions entre les parties se trouvent résiliées<sup>88</sup>. À cette fin, la partie concernée doit remettre à l'autre un collatéral, sous la forme d'une somme d'argent ou d'actifs financiers, pour garantir l'exécution de ses obligations contractuelles. De ce fait, la défaillance d'une partie se trouve atténuée<sup>89</sup>.

Cette technique d'échange de collatéral n'est pas hétérogène, elle varie, en fonction du type d'opération en jeu et selon les parties impliquées à la transaction. Examinons ces deux variables.

En 2012, avant la mise en place des réformes des dérivés de gré à gré, l'ISDA recensait que cette pratique fut employée dans 93.4% des transactions de dérivés de crédit, alors qu'elle se chiffrait à 55.6% pour les dérivés sur devise<sup>90</sup>. Cet écart s'expliquait par le fait que les dérivés sur devise ont une date de maturité (date d'expiration du contrat), qui s'étale sur une période plus courte et que la prise de risque s'avère moins grande. Quant aux dérivés de crédit, certains types comportent des risques plus spécifiques et malgré l'utilisation fréquente de l'échange de collatéral entre les parties, il s'avère extrêmement difficile d'atténuer le risque de

---

<sup>88</sup> Seth P BENDER, Esq, *Negotiating Skills for the ISDA Master Agreement, the Essential Playbook for Over-the-Counter Derivatives*, New Jersey, Pearson Publications, 2011, p 105

<sup>89</sup> J.-B. MOJUYÉ, *préc.*, note 5, p.487, Voir aussi, Anne DUQUERROY, Mathieu GEX, Nicolas GAUTHIER, « Credit default swaps et stabilité financière: quels risques? Quels enjeux pour les régulateurs? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n°13, Septembre 2009, p.85, « Le collatéral échangé entre deux parties, à plus de 80% sous forme de cash sur le marché des dérivés OTC, vise à couvrir l'exposition résiduelle nette d'une partie vis-à-vis de l'autre et ainsi à atténuer la perte encourue en cas de défaut. [...] En pratique, les participants de marché gèrent leur risque de contrepartie sur l'ensemble de leur portefeuille de dérivés OTC en fonction de leur position agrégée face à une contrepartie donnée.»

<sup>90</sup> ISDA 2012 Margin Survey, 2012, tableau 3.2.

contrepartie à l'approche d'un défaut<sup>91</sup>. En effet, dans le cadre d'un swap sur défaillance, le risque de contrepartie est intimement lié au risque de crédit et les causes de défauts sont multiples. La valeur d'un contrat de swap sur défaillance fluctuera en fonction de plusieurs facteurs. Une des causes de cette variation est la cote de crédit du vendeur de protection. Ainsi, plus la cote de crédit d'un vendeur de protection est favorable, moins grande sera la somme à déposer en collatéral<sup>92</sup>. La valeur du contrat fluctuera également en fonction de l'arrivée de l'évènement de défaut, par exemple la faillite de l'entité de référence. Dans ce cas, la valeur du contrat augmentera de façon soudaine et l'acheteur de protection devra déposer en collatéral une somme correspondante. De ce fait, la prime<sup>93</sup> payée par l'acheteur de protection augmentera de façon brutale et le délai sera très court pour permettre à ce dernier d'ajuster l'appel de marge et d'effectuer un versement<sup>94</sup>. Suite à cet évènement, le vendeur de protection devra déboursier une somme correspondant au défaut de l'entité principale, or si le vendeur de protection omet de payer, ceci entraînera de grandes pertes pour l'acheteur de protection et la technique d'échange de collatéral sera nécessaire mais pas toujours suffisante pour y pallier.

Quant aux parties impliquées à la transaction, l'on note que la pratique d'échange de collatéral fut plus répandue lorsque les opérateurs étaient deux banques, ou deux institutions financières d'envergure. Dans ce cas, l'ISDA révélait que 83.7% des opérations de dérivés de gré à gré impliquant ces institutions faisaient l'objet d'échange de collatéral, contre 71.4% chez les autres opérateurs lesquels sont des institutions de taille moyenne ou de moins grande

---

<sup>91</sup> Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « Une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », (2010) Bulletin Joly Bourse: « Le caractère risqué pour les CDS vient probablement de la possibilité d'un risque de corrélation et du « Jump to Default » , à savoir le risque qu'un défaut survienne avant que le marché n'ait pu valoriser son existence. »

<sup>92</sup> Christian WEISTROFFER, « Credit default Swap: Heading towards a more stable system », Deutsche Bank Research, December 21, 2009, p.12; Sébastien GRASSET, Claude DIMI, « Une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation ISDA », Bulletin Joly Bourse (juillet-août 2009)

<sup>93</sup> C'est-à-dire, la valeur de marché du contrat.

<sup>94</sup> A.DUQUERROY, M. GEX, N. GAUTHIER, *préc.*, note 89, p.85. On appelle ce phénomène *Jump to Default*.

envergure<sup>95</sup>. Enfin, les données publiées par l'ISDA démontrent que les fonds de couverture emploient de façon systématique la technique d'échange de collatéral, en comparaison des autres contreparties, telles que les banques ou les investisseurs institutionnels<sup>96</sup>. En somme, l'on remarque que la pratique d'échange de collatéral a augmenté avec les années et a connu une progression impressionnante, passant de 12 000 ententes en 1999 pour atteindre un sommet de 171 869 ententes en 2009 et redescendre à 137 869 ententes en 2011<sup>97</sup>.

Malgré tout, la technique de la compensation bilatérale ne s'est pas révélée suffisante en vue de se prémunir adéquatement à l'encontre du risque de contrepartie et des défaillances qui en découlent. En effet, dans le cadre d'une compensation bilatérale, la gestion du collatéral est généralement remise à un tiers, par exemple, une banque commerciale, mais son rôle est bien plus limité que celui de la chambre de compensation.

Les réformes à venir envisagent l'assujettissement d'une opération sur dérivé de gré à gré à une chambre de compensation, de cette façon, le contrat initial entre les deux parties fait l'objet d'une novation au bénéfice de la chambre de compensation. Cette dernière devient donc seule responsable des défaillances du participant du marché. L'on appelle également cette opération la compensation multilatérale. Dans ce cadre, la chambre de compensation agit aussi à titre d'interface en ce qu'elle compile les positions des parties respectives pour en dégager un solde net<sup>98</sup>. Son rôle diffère ici du tiers choisi lors de la compensation bilatérale qui agit plutôt

---

<sup>95</sup> *Id.*, Parmi les institutions financières d'envergure, l'on retrouve: Bank of America Merrill Lynch, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, Société Générale, Nomura, The Royal Bank of Scotland, UBS, Wells Fargo.

<sup>96</sup> ISDA, Margin Survey 2010, disponible à l'adresse suivante: [http://www.isda.org/c\\_and\\_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf](http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf) (consulté le 17 juin 2015) Voir le tableau 3.3. Les fonds de couverture ont un niveau excédant 100% des opérations collatéralisées.

<sup>97</sup> *Id.*, Tableau 3.1

<sup>98</sup> Stephan G. CECHETTI, Jacob GYNTELBERG & Mark HOLLANDERS, « Central counterparties for over-the-counter derivatives », *préc.* note 80, p.45, 49

en tant que mandataire de la partie en faveur de laquelle, le collatéral a été remis<sup>99</sup>. La compensation multilatérale réduit ainsi la défaillance d'une contrepartie en ce qu'elle assume les obligations des deux parties. En définitive, ce risque est assumé par la chambre de compensation et ensuite réparti entre ses membres. Les techniques de compensation seront approfondies à la section 2.1.1. de la seconde partie de notre étude.

Voyons à présent de façon plus précise, le déroulement des opérations sur dérivé de gré à gré et d'une façon plus globale, le caractère opaque de ce marché.

### **1.2.1.3. Le risque d'opacité**

Le marché des dérivés de gré à gré est caractérisé par son opacité. Des milliers de transactions ont lieu sans pour autant connaître véritablement la somme des échanges ou l'interaction finale entre les participants du marché. La conséquence évidente de cette obscurité persistante est la carence d'informations disponibles pour le marché visé. C'est la raison même pour laquelle un opérateur souhaite être partie à une opération sur dérivé, car ses opportunités sont plus restreintes, sa connaissance est plus limitée et le degré d'accès au marché n'est pas le même. Sur le marché de gré à gré, une banque peut contracter une opération sur dérivé pour son propre compte, dans ce cas, elle dispose d'informations plus étendues, en raison de la fréquence de ses opérations, qu'un utilisateur final qui a pour principal objectif de réduire les risques commerciaux découlant de ses activités<sup>100</sup>. Par ailleurs, une banque qui agit pour son propre compte dispose également d'outils pour mieux assurer une gestion plus efficace de ses inventaires et de ce fait, elle s'en trouve avantagée.

---

<sup>99</sup> J.-B. MOJUYÉ, *préc.*, note 5, p.488

<sup>100</sup> Darrell DUFFIE, *Dark Markets: Asset Pricing and Information Transmission in Over-The-Counter Markets*, Princeton, Princeton University Press, 2012, p.3

Le caractère opaque du marché des dérivés de gré à gré se matérialise également dans le déroulement de la transaction. En général, un courtier agira pour le compte d'un client, dans le but de le mettre en relation avec d'autres partenaires. Il aura davantage de facilité à le faire, étant donné son réseau et ses connaissances qui lui permettront rapidement de savoir à qui s'adresser pour conclure une opération. Lors de ses recherches, l'identité du client ne sera pas précisée, un protocole<sup>101</sup> sera mis en place pour respecter l'anonymat. À cette occasion, les seules informations divulguées seront le prix et la quantité. D'autres informations pourront être échangées quant aux modalités, jusqu'au moment où une partie décide de se retirer des négociations. D'autres clients du courtier pourront avoir accès aux mêmes modalités, si elles le désirent. L'identité sera révélée au moment de l'accord final, sauf si le courtier a conclu une entente avec son client à l'effet contraire. De plus, les parties à l'accord disposent d'une certaine discrétion pour ne pas révéler leur identité.

La carence d'informations disponibles pour les parties à une opération sur dérivé de gré à gré entraîne une difficulté pour les participants du marché d'évaluer les risques de défaillance liés à leurs contreparties ou d'établir le juste prix des positions recherchées. Au final, ce manque de transparence a un effet dévastateur puisque les participants du marché ne sont plus aptes à déterminer l'ampleur de l'exposition de leurs contreparties vis-à-vis le participant défaillant et en conséquence, cela peut affecter les liquidités et l'accès au crédit des participants<sup>102</sup>.

---

<sup>101</sup> *Id.*, p.3. Il s'agit du protocole (workup).

<sup>102</sup> A, DUQUERROY, M. GEX, N. GAUTHIER, *préc.*, note 89, p.80, La carence d'informations concernant la nature des contreparties et les entités de référence, est amplifié dans un marché de gré à gré, peu liquide. De plus, les données collectées varient en fonction des produits, du type d'institution et de la zone géographique, qui ne permet pas d'apprécier plus globalement le risque rattaché aux positions.

La réforme tend à imposer aux parties d'une transaction sur dérivé de gré à gré, l'obligation de déclarer une opération à un référentiel central de données. Cette nouveauté est liée à l'aspect traité plus haut car il est question de tenir un registre de toutes les opérations ayant fait l'objet d'une compensation. Ce dispositif aura pour fonction de diffuser publiquement les données sur les positions ouvertes et le volume transigé<sup>103</sup>. Les participants du marché seront donc en mesure de connaître la valeur notionnelle des dérivés en circulation et les positions couvertes par les opérateurs.

Finalement, il existe d'autres risques spécifiques auxquels sont exposés les participants du marché de dérivés de gré à gré. Nous en exposerons quelques-uns.

#### **1.2.1.4. Les autres risques**

Nous nous sommes attardés sur le risque systémique, le risque de contrepartie et le risque d'opacité mais il existe d'autres types de risques qui ne sont pas propres aux marchés des dérivés, il s'agit du risque opérationnel et du risque de liquidité.

Le risque opérationnel résulte des imperfections de l'exploitation des systèmes, dans le courant des opérations boursières. Cela peut être imputable aux procédures et contrôles internes inadéquats, à l'erreur humaine, aux défaillances du système ou la fraude, qui globalement génèrent des pertes inattendues<sup>104</sup>. L'on peut dire que ce risque est amplifié lorsqu'il survient sur les marchés de gré à gré étant donné le volume des transactions et la

---

<sup>103</sup> Document de consultation 91-402 des ACVM, préc., note 73, p.31

<sup>104</sup> PricewaterhouseCoopers, *The securities regulatory handbook*, New York, M.E. Sharpe, 1999, p.45

structure complexe des produits dérivés. Il est donc essentiel que les organisations mettent en œuvre des politiques internes afin d'agir préventivement. Un marché plus transparent peut contribuer à atténuer ce risque<sup>105</sup>.

Quant au risque de liquidité, il survient lorsqu'un produit ne peut être vendu ou remplacé à un prix raisonnable, soit un prix égal à sa valeur fondamentale<sup>106</sup>. Le risque de liquidité peut survenir lorsqu'une institution financière se retrouve dans l'incapacité de faire face à son passif exigible sauf à céder ses positions à perte, ce qui aura pour conséquence de dégrader ses conditions de refinancement, qui la contraindra à réduire ses besoins de refinancement et à céder ses positions dans de mauvaises conditions. Le risque de liquidité peut être lié au risque systémique, car il peut créer un choc systémique<sup>107</sup>. Le risque de liquidité se trouve aggravé dans le marché des dérivés de gré à gré en raison de l'opacité et du caractère bilatéral des transactions<sup>108</sup>. Il en découle une mobilité plus limitée puisqu'une partie pourra difficilement transférer ses obligations à un autre participant du marché, à moins d'obtenir l'autorisation des parties contractantes. En effet, dans ce marché, la diffusion de l'information est plus restreinte et le lien entre les parties contractantes est davantage personnalisé.

Les différents risques propres aux transactions sur dérivés de gré à gré pourront-ils être atténués grâce à la mise en œuvre de mécanismes favorisant la transparence des transactions et

---

<sup>105</sup> Dimitris N. CHOFARAS, « Operational risk control with Basel II », Oxford, Butterworth-Heinemann, 2003, p.184

<sup>106</sup> *Id.*

<sup>107</sup> Jean-François LEPETIT, « Rapport sur le risque systémique », Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, Avril 2010, p.45

<sup>108</sup> Darrell DUFFIE, Ada LI, Theo LUBKE, « Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure », Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, (Janvier 2010), p.10. En ligne: [http://www.fednewyork.org/research/staff\\_reports/sr424.pdf](http://www.fednewyork.org/research/staff_reports/sr424.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

l'interposition d'intermédiaires sécurisant le flux des échanges? Il convient à présent de se pencher sur le cadre juridique qui prévaut actuellement et des incertitudes liées aux définitions.

### **1.2.2. Le risque quant à la détermination juridique du concept de dérivé de gré à gré et du cadre juridique des transactions de dérivés de gré à gré**

Les dérivés se décomposent en deux catégories distinctes, soit les dérivés standardisés, négociés sur des plateformes organisées et les dérivés négociés de gré à gré. Nous verrons les attributs juridiques de ces deux notions.

Les dérivés sont des opérations regroupant généralement les caractéristiques suivantes: (1) l'absence d'échange de capital jusqu'au règlement, (2) la variation de la valeur du sous-jacent déterminant la valeur du contrat, (3) une date d'expiration du contrat est prévue<sup>109</sup>.

Les dérivés échangés sur des plateformes boursières sont uniformisés et standardisés quant à la maturité, (c'est-à-dire la date à laquelle le contrat prend fin), la quantité qui fera l'objet d'échange et la date de délivrance du bien (pour les *futures*). Les modalités de ces contrats sont définies par avance par les autorités régulatrices de marché. À l'image des valeurs mobilières ces contrats sont cotés. Toutefois, contrairement aux valeurs mobilières qui représentent une part dans une société, les produits dérivés correspondent plutôt à une obligation future de livrer ou recevoir un produit à une date ultérieure. Ces produits impliquent

---

<sup>109</sup> Edward LIPUMA et Benjamin LEE, *Financial derivatives and the globalization of risk*, London, Duke University Press, 2004, p.33

donc généralement un investissement à court terme plutôt qu'à long terme<sup>110</sup>. Un suivi minutieux des positions s'impose, étant donné que la perte n'est pas limitée au montant d'investissement initial mais plutôt à l'exécution du contrat et la sûreté qui a été consentie, sauf dans le cas des options, où la perte pourra être limitée à la prime. Étant donné la liquidité de ce marché, il sera aisé de se départir du contrat ainsi conclu et de trouver un acheteur potentiel.

Une autre distinction propre aux instruments dérivés est la nature du dépôt ou de la sûreté (*performance bond*) qui a été consentie pour l'exécution du contrat, qui diffère des appels de marge requis auprès des courtiers en valeurs mobilières. Pour une exécution efficace, les opérations sur dérivés sont traitées par l'intermédiaire de chambres de compensation. Il s'agit d'un marché qui a pour vocation la transparence des prix, la liquidité et la réversibilité.

Les contrats de gré à gré se distinguent des contrats standardisés en ce qu'ils ne sont pas négociés sur des plateformes organisées, il s'agit d'une forme de contrats négociée au gré de la volonté des contractants<sup>111</sup>, conçue pour générer de nouvelles possibilités et interconnexions. Le marché des dérivés de gré à gré n'a pas de lieu géographique ni de frontières, d'où l'importance de définir l'identité des parties à l'entente. Les dérivés de gré à gré échappent donc à toutes règles communes d'organisation et à toute forme d'autorité de tutelle centralisée. Le cadre dans lequel ils sont échangés est plutôt informel, au gré de la volonté des

---

<sup>110</sup> *Id.*, p.37

<sup>111</sup> Anne-Lise RILES, *Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets*, University of Chicago Press, 2011, p.29: « Over-the-counter (OTC) derivative markets are intended to be the most private of financial markets. Unlike futures and options, swaps are not designed to be traded over an organized exchange. The parties to a swap make their own rules, tailor their own contracts, and, above all, privately bear the full risk that one or another will not perform its obligations rather than placing their confidence in the exchange as an intermediary. »

contractants<sup>112</sup>. La relation entre le client et la banque est personnalisée, il s'agit d'une réponse sur mesure qui ne dépend pas des produits disponibles sur le marché. De là, nous pouvons dire qu'un des principaux aspects qui différencie ces opérations est le mode de négociation qui s'adapte aux circonstances et qui se veut donc plus souple.

Ces opérations sur dérivés de gré à gré demeuraient donc assujettis au droit des contrats ainsi qu'aux diverses autorités étatiques qui supervisent les opérations d'investissement. La *loi sur les instruments dérivés*, entrée en vigueur le 1er février 2009<sup>113</sup>, définit le dérivé de gré à gré ainsi: « tout dérivé qui n'est pas un dérivé standardisé »<sup>114</sup>. Ainsi, les transactions qui ne se qualifient pas de dérivés standardisés tombent dans la catégorie résiduaire du dérivé de gré à gré. Cette technique de définition est bien classique en droit, tout comme la catégorie des biens meubles, immeubles. En effet, il existe une catégorie « ouverte » et une catégorie « fermée »<sup>115</sup>. Aucun élément ne peut donc échapper à l'une des deux catégories. Il faudra donc s'appuyer sur la définition du dérivé standardisé pour saisir la distinction:

---

<sup>112</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, et Maurice NUSSENBAUM, « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », (1997), R.J.D.A., 679; Voir également Alban CAILLEMER DU FERRAGE, « Les produits dérivés ne seraient pas régulés », (2009), Le Journal des Finances, p.38. La proposition selon laquelle les produits financiers ne seraient pas régulés doit être nuancée. L'auteur donne l'exemple du statut juridique des parties, (généralement, ce sont des entités réglementées, banques, établissements de crédit qui offrent ces services) de la part des vendeurs et pour les acheteurs, généralement il s'agit de compagnies d'assurances, OPCVM, organismes de titrisation. Si l'entité contractante n'a pas de statut juridique, on pourra dire que rien ne les empêche de traiter des dérivés, sauf si cela n'entre pas dans leur objet ou leur intérêt social de conclure des dérivés dans un but purement spéculatif. S'ajoute à cela, les nombreux textes sur les services d'investissement, la transparence, les abus de marché. Enfin, il faut ajouter à cet ensemble ce à quoi la loi elle-même reconnaît une force obligatoire: la loi du marché. Cette forme financière de la *lex mercatoria* est fait d'us et coutumes qui imposent aux opérateurs de se conformer aux standards documentaires et aux procédures du marché." A noter que l'auteur fait ici référence à la documentation ISDA.

<sup>113</sup> *Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q., 2011, ch.I-14.01

<sup>114</sup> *Id.*, art. 3

<sup>115</sup> M-A. FRISON-ROCHE, M. NUSSENBAUM, *préc.*, note 57, 679

« un dérivé qui est négocié sur un marché organisé, dont les caractéristiques intrinsèques sont établies par ce marché et qui fait l'objet d'une compensation et d'un règlement par une chambre de compensation<sup>116</sup>. »

Le marché organisé est défini de la façon suivante:

« « marché organisé »: une bourse, un système de négociation parallèle ou tout autre marché de dérivés qui:

1° établit ou administre un système permettant aux acheteurs et vendeurs de dérivés standardisés de se rencontrer;

2° réunit les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs de dérivés;

3° utilise des méthodes non discrétionnaires selon lesquelles les ordres interagissent et les acheteurs et vendeurs de dérivés s'entendent sur les conditions d'une opération<sup>117</sup>; »

Face à ces spécificités du dérivé standardisé, les dérivés de gré à gré avaient les caractéristiques suivantes:

1. L'absence de marché organisé ou de système réunissant les acheteurs et vendeurs de dérivés
2. La non-standardisation des contrats
3. L'absence de réunion des ordres des acheteurs et vendeurs, donc l'opacité des transactions
4. L'absence de règles ou de procédés faisant interagir les ordres entre acheteurs et vendeurs, donc le caractère bilatéral des transactions

---

<sup>116</sup> *Id.*

<sup>117</sup> L.I.D., art. 3

## 5. La non-imposition du recours à une chambre de compensation.

La réglementation des dérivés de gré à gré viendra changer ces caractéristiques, notamment, en ce qui a trait à la normalisation de ces contrats, la migration des négociations vers des plateformes électroniques et enfin à l'assujettissement des opérations aux chambres de compensation. Le risque qui pèsera sur les contreparties résultera de l'exposition des contreparties à des amendes, pénalités ou dommages résultant de la non-conformité de ces contreparties aux exigences réglementaires et la contravention aux règles applicables<sup>118</sup>.

Un risque juridique peut également survenir dans le cadre du règlement de la transaction et de la compensation de la transaction de dérivé de gré à gré, en effet, ce risque apparaît dès lors que l'issue d'une situation donnée touchant le mécanisme de la compensation et de règlement n'est pas connue et que les droits et responsabilités des parties ne sont pas adéquatement définis avec précision<sup>119</sup>. L'importance de clauses contractuelles définissant la procédure de compensation et de règlement et un cadre réglementaire définissant les droits et obligations des parties permettra d'atténuer ce risque.

Rappelons que le document de consultation 91-402 du Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières<sup>120</sup> (ci-après le Comité des ACVM), publié le 24 juin 2011, envisagea une série de réformes des dérivés de gré à gré. Ces réformes changeront les règles applicables aux opérations sur dérivés de gré à gré, pour mettre en place un encadrement plus

---

<sup>118</sup> Nadia SMAILI, Stéphane ROUSSEAU, « Vers une évaluation des risques plus efficace après les crises financières ? », *Revue du Droit Financier*, (2014) 36 *Revue du financier* 55-64, « 2- Le risque juridique »

<sup>119</sup> Clyde GOODLET, « Les systèmes de compensation et de règlement et la Banque du Canada », *Revue de la Banque du Canada*, Automne 1997, p. 52

<sup>120</sup> Document de consultation 91-402 des ACVM, *préc.* note 73

---

sûr et assurer une meilleure transparence des marchés, et les obligations relatives à la déclaration de ces opérations à un référentiel central de données agréé. Nous allons étudier les effets de cette réforme, et la façon dont les parties à une transaction de dérivés de gré à gré se verront imposer de nouvelles exigences réglementaires et notamment l'obligation de faire compenser les transactions et auprès des chambres de compensation et la déclaration de données auprès de référentiels centraux de données.

À l'aube de la réforme des dérivés de gré à gré, il semble que ce cadre juridique ne soit pas à l'abri de bouleversements futurs. Au demeurant, si les frontières qui séparent ces concepts sont destinées à évoluer, les caractéristiques financières et juridiques propres aux dérivés de gré à gré, peuvent-elles subsister? Que restera-t-il du marché hors-cote? Peut-on réglementer un marché et adopter un cadre qui s'harmonisera avec les règles déjà adoptées par les États-Unis et l'Europe? Ces aspects seront abordés tout au long de la deuxième partie de notre étude. Voyons à présent comment les autorités régulatrices ont avancé l'idée de réglementer les produits dérivés de gré à gré.

### **1.3. La mise en place d'un cadre législatif applicable aux produits dérivés de gré à gré**

La disparition des frontières financières oblige les états à coopérer entre eux en vue d'harmoniser leurs règles et pratiques propres à chaque pays. C'est dans cette optique que les dirigeants du G20 s'étaient réunis les 24 et 25 septembre 2009 à Pittsburgh afin d'établir un cadre et de définir des politiques pour améliorer l'intégrité et la transparence des marchés de valeurs mobilières pour une croissance mondiale durable<sup>121</sup>. Un des objectifs principaux fut de

---

<sup>121</sup> Sommet de Pittsburgh, Déclaration des chefs d'état, 24-25 septembre 2009. Disponible en ligne: [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh\\_Declaration\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh_Declaration_0.pdf) (consulté le 17 juin 2015), voir également: « Strengthening the Resilience of the Banking Sector » publié en décembre 2009 par le Comité de Bâle (soumis à la consultation jusqu'au 16 avril 2010), « Les propositions en matière de sécurité sur produits dérivés » par H. de Vauplane: Banque, janv.2009, p.83.

réformer les systèmes de régulation bancaire et des autres institutions financières pour éviter les pratiques qui ont conduit à la crise. Il s'agissait donc de mettre un terme aux pratiques visant la prise de risque excessif pour permettre aux utilisateurs d'assumer les positions qu'ils détiennent. À cette fin, les dirigeants se sont entendus pour adopter une série de mesures propres aux contrats sur dérivés de gré à gré. Les parties ne satisfaisant pas à l'obligation de compenser les opérations bilatérales deviendraient assujettis à des exigences de capital et de fonds propres plus strictes<sup>122</sup>. En définitive, ces mesures permettraient d'assurer une protection contre les abus des marchés pour améliorer la transparence des marchés des produits dérivés et atténuer le risque systémique.

À priori, le volet de déclaration des données à un référentiel de données, (*reporting*) qui obligera les intermédiaires à recenser toutes les opérations et à transmettre toutes ces informations à une autorité présente certains inconvénients, dont celui de diminuer la vigilance des déclarants, qui se sentiront plus libres d'effectuer des opérations, à condition qu'elles soient communiquées<sup>123</sup>. Également, en pratique, il sera difficile de maîtriser une telle collecte d'informations.

Nous avons examiné les principaux enjeux auxquels seront confrontés les états et les organisations œuvrant dans les opérations sur dérivés de gré à gré, nous allons donc entreprendre la troisième sous-partie, qui s'intéressera à la réforme américaine des dérivés de gré à gré dans l'optique de mesurer comment cette législation a envisagé la prise en compte de ces risques pour assurer une gestion plus certaine des opérations sur dérivés de gré à gré. À

---

<sup>122</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Organisation internationale des commissions de valeurs, « Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement », Mars 2015

<sup>123</sup> Jean-Victor LOUIS et Diego DEVOS, *L'éthique des marchés financiers*, Bruxelles, L'Institut d'Études européennes, 1991, p.191

partir de là, il sera plus aisé de concevoir comment ce cadre a pu inspirer les autorités régulatrices canadiennes.

### **1.3.1. Le cadre législatif adopté par les États-Unis pour réformer les produits dérivés de gré à gré**

Les autorités américaines se sont réunies afin d'adopter un texte de loi réformant l'industrie financière dans son ensemble. Le résultat de cette concertation fut l'adoption du *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*<sup>124</sup> (ci-après la Loi Dodd Frank), en date du 21 juillet 2010. Ses objectifs sont clairs: promouvoir la stabilité financière des États-Unis en améliorant la responsabilisation et la transparence et mettre fin aux sauvetages financiers pour protéger le consommateur des pratiques de services financiers abusifs et d'autres objectifs<sup>125</sup>. Antérieurement à l'adoption de la Loi Dodd-Frank, il n'existait pas de cadre législatif applicable à tous les dérivés. Ces derniers étaient encadrés en fonction de la catégorie à laquelle ils appartenaient, par exemple, s'il s'agissait d'une valeur mobilière, ou d'un *future*, d'après les *Securities Acts*<sup>126</sup>. Ces définitions ont été interprétées par de nouvelles règles et décisions pour mieux répondre à la réalité des nouveaux produits qui se sont développés avec les années. Cependant, ce cadre ne répondait pas forcément à tous les

---

<sup>124</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Public Law 111-203, 111th Congress. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>125</sup> *Id.* Voir le préambule de la loi: « To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail" to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes. »

<sup>126</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, P.L. 73-291, 48 Stat. 881, 15 U.S.C., enacted June 6, 1934 Disponible à l'adresse suivante: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (consulté le 17 juin 2015), voir p.12 *Securities Act of 1933*, '33 Act, P.L. 73-22, 48 Stat. 74, 15 U.S.C., enacted May 27th, 1933. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (consulté le 17 juin 2015).

impératifs et une réorganisation complète était nécessaire au bon fonctionnement et à la compréhension des différents produits financiers<sup>127</sup>.

La Loi Dodd-Frank constitue une réforme majeure car elle couvre de nombreux aspects, dont la création d'agences réglementaires pour assurer une plus grande surveillance des institutions financières non bancaires<sup>128</sup>, la réglementation des fonds de couverture, des produits d'assurance, des institutions bancaires et de dépôt pour des opérations pour compte propre<sup>129</sup>, des opérations de dérivés de gré à gré. Enfin, elle prévoit la création d'un comité conseil en charge de veiller à la protection des investisseurs et de renforcer les protections pour le consommateur, notamment dans le secteur immobilier.

Les États-Unis ont déjà connu des vagues de réglementation après les crises financières, ce fut le cas lors de l'adoption des lois Sarbanes-Oxley. L'objectif après ces crises financières était de mieux gérer les risques liés à l'information comptable et financière, de prévenir les risques survenant suite à des fraude et les risques liés à la perte de confiance des investisseurs<sup>130</sup>. L'adoption de la Loi Dodd-Frank n'échappe pas à cette logique puisque la nouvelle réglementation envisagée améliore la surveillance des institutions, la transparence des marchés et les exigences relatives au collatéral, qui aura un impact sur le bilan comptable des contreparties.

La présente partie s'intéressera plus particulièrement aux titres VII et VIII, traitant respectivement de la réglementation des swaps négociés de gré à gré, ainsi que le système de

---

<sup>127</sup> Raffaele SCALCIONE, *The Derivatives Revolution: A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, The Netherlands, Kluwer Law International, 2011, p.158

<sup>128</sup> C'est-à-dire des institutions financières engagées dans certaines activités bancaires sans être formellement enregistrées comme banques

<sup>129</sup> Également appelée la règle Volcker

<sup>130</sup> Nadia SMAILI, Stéphane ROUSSEAU, « Vers une évaluation des risques plus efficace après les crises financières ? », *préc.* note 118, « II- Comment prévenir les risques: conseils et recommandations, I- La réglementation après les crises financières »

paiement et de compensation mis en place. Nous approfondirons divers sujets, dont les produits visés, l'exception des utilisateurs finaux, la compensation des produits visés. Ce panorama nous permettra de réfléchir aux impacts de cette loi vis-à-vis des institutions canadiennes.

### **1.3.1.1. La Loi Dodd-Frank et son champ d'application**

La Loi Dodd-Frank fut le résultat d'une longue concertation, dont les esquisses<sup>131</sup> furent proposées par les sénateurs Barney Frank, président du comité du Sénat des services financiers (*House Financial Services Committee*) et également, Chris J. Dodd, président du comité des services bancaires (*Senate Banking Committee*), qui déposa au Sénat un projet de loi similaire<sup>132</sup>.

La question centrale repose sur les choix retenus par les autorités régulatrices pour réformer les transactions sur dérivés de gré à gré, qui se déroulent sans que l'on connaisse vraiment les conditions attachées à chaque transaction. Les États-Unis ont préconisé l'approche selon laquelle une chambre de compensation mondiale unique soit créée. D'après la loi Dodd-Frank, le champ d'application de la loi est assez vaste puisqu'il trouve application dès qu'un acteur américain situé aux États-Unis est impliqué dans un contrat sur un produit dérivé. Ce choix peut s'expliquer par le souhait d'avoir une vision claire des risques pris par chacun des établissements, mais cette perspective n'est pas dépourvue de limites étant donné que la plupart des chambres de compensation opèrent produit par produit<sup>133</sup>. L'autre question à se

---

<sup>131</sup> Les versions antérieures à la loi Dodd Frank sont disponible à l'adresse suivante: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c111:h4173>: (consulté le 17 juin 2015)

<sup>132</sup> L'un des projets de loi finaux fut: S.3217, *Restoring American Financial Stability Act of 2010*. Open Congress.

<sup>133</sup> La chambre de compensation britannique LCH Clearnet par exemple, se spécialise dans la compensation des swaps de taux d'intérêt. Bien qu'elle soit impliquée dans 50% des transactions de swaps de taux d'intérêt, elle exerce également ses activités dans d'autres secteurs tel que les produits financiers sur des produits de base, le

poser est le rôle de la chambre de compensation ainsi créée, à savoir si elle sera réellement en mesure de diminuer les risques associés aux opérations ou si elle ne constituera pas un nouveau nid à risque systémique. À ce titre, la constitution d'un fonds de garantie pourrait répondre à cette crainte, mais la structure de la chambre de compensation sera certainement un sujet à explorer. Enfin, quels seront les acteurs sujets à cette obligation de passer par une chambre de compensation? La loi prévoit certaines exceptions, dont les utilisateurs de produits dérivés qui ne sont pas des entreprises financières et qui souhaitent continuer à employer les produits dérivés en vue de se protéger contre une variation importante du prix des matières premières ou du taux de change. Encore là, il faudra que ces entreprises enregistrent leurs transactions pour que les régulateurs puissent les surveiller et les empêcher d'échapper aux nouvelles règles, par exemple, par le biais de paradis fiscaux.

La présente partie dresse un portrait sommaire des compétences respectives entre la SEC et la CFTC. Nous nous attarderons sur la naissance de la *Securities and Exchange Commission* (ci-après la « SEC ») et la *Commodity Futures Trading Commission* (ci après la « CFTC ») pour mieux comprendre comment leurs rôles respectifs ont changé avec l'entrée en vigueur de la Loi Dodd-Frank. Ceci nous permettra de mieux comprendre le champ d'application et les produits visés par ladite loi.

---

marché climatique, les swaps sur défaillance, les titres à revenu fixe, etc. Voir à ce sujet: [http://www.lchclearnet.com/swaps/swapclear\\_for\\_clearing\\_members/](http://www.lchclearnet.com/swaps/swapclear_for_clearing_members/) (consulté le 17 juin 2015). La chambre de compensation américaine Intercontinental Exchange (ICE Trust) concentre plutôt ses activités sur les swaps de matières premières et les swaps sur défaillance également. Voir à ce sujet: [https://www.theice.com/otc\\_overview.jhtml](https://www.theice.com/otc_overview.jhtml) (consulté le 17 juin 2015). Voir également: CHRISTIAN CHAVAGNEUX, *Une brève histoire des crises financières, des tulipes aux subprimes*, Paris, La Découverte, 2011, p.173

---

### **1.3.1.2. Les pouvoirs et répartition des compétences entre la U.S. Security and Exchange Commission et la U.S. Commodity Futures Trading Commission avant la réforme**

Les deux principaux régulateurs aux États-Unis sont la SEC et la CFTC. Nous allons dresser un portrait de ces deux commissions et de leurs compétences respectives.

#### **1.3.1.2.1. Sous la U.S. Security and Exchange Commission**

L'activité des banques, firmes de courtage et autres intermédiaires financiers est soumise au contrôle de la Securities and Exchange Commission. Cette dernière fut créée en vertu du *Securities Act* (1933)<sup>134</sup>, et le *Securities Exchange Act* (1934)<sup>135</sup>, suite à la grande récession qui suivit le krach boursier de 1929. La SEC fut créée pour répondre à trois impératifs, soit d'assurer la diffusion des informations relatives aux sociétés inscrites dont les titres sont négociés sur les marchés cotés, puis celui de sanctionner les comportements frauduleux et trompeurs ainsi que les manipulations sur les transactions<sup>136</sup>. Les pouvoirs conférés par ces lois permettent à la SEC autant d'agir à titre préventif et de promouvoir des marchés réguliers et équilibrés, que de sanctionner les abus des intermédiaires. La SEC est une entité indépendante du gouvernement<sup>137</sup>, qui exerce un rôle quasi-judiciaire<sup>138</sup>, tel que son

---

<sup>134</sup> *Securities Act of 1933*, '33 Act, *préc.*, note 126. Cette loi assure l'encadrement des valeurs mobilières lors de leur émission sur le marché primaire.

<sup>135</sup> *Securities Exchange Act of 1934*, *préc.*, note 126. Cette loi intervient lors de la vente ou l'échange de valeurs mobilières (sur le marché secondaire), K. Fred SKOUSEN, *An introduction to the SEC*, 3rd edition, Cincinnati, Ohio, South-Western Publishing Co., 1983, p.22

<sup>136</sup> Adrien P. TIMMERMANS, *préc.*, note 27, p.52.

<sup>137</sup> La Commission est composée de cinq (5) membres désignés par le Président, avec le consentement du Sénat. L'un des membres est nommé Président de la Commission. Les membres sont élus pour un terme de cinq (5) ans. Voir à ce sujet: <http://www.sec.gov/about/commissioner.shtml> (consulté le 17 juin 2015)

nom l'indique, elle est responsable du contrôle et de la distribution des valeurs mobilières ou des produits financiers avec une composante de valeurs mobilières<sup>139</sup>. La SEC est responsable de la surveillance des produits dérivés sur valeurs mobilières, alors que la CFTC est compétente pour les produits sur matières premières, devises ou titres complexes. Ces compétences sont sauvegardées tout au long du processus de régulation.

Sous l'ancien régime<sup>140</sup>, à partir du moment où un dérivé appartenait à la catégorie de valeurs mobilières<sup>141</sup>, l'autorité compétente était la SEC, qui régula la délivrance, l'offre, la distribution, la vente, la revente ainsi que la façon dont le produit était émis ou vendu aux États-Unis ou à un acheteur aux États-Unis. Dès que le produit appartenait à la catégorie de valeurs mobilière, la SEC agissait autant pour assurer le contrôle des produits négociés sur les marchés cotés que pour les produits négociés de gré à gré<sup>142</sup>.

Depuis l'adoption du *Securities Exchange Act of 1934*, de nouvelles règles sont apparues pour élargir ces définitions, également, les tribunaux se sont efforcés de modifier ces listes en y ajoutant ou en soustrayant certains produits spécifiques. La notion de swap a dû être

---

<sup>138</sup> Louis H. RAPPAPORT, *SEC Accounting Practice and Procedure*, 3e édition, New York, The Ronald Press Company, 1972

<sup>139</sup> Il est à noter que les opérations sur instruments financiers sont assujetties à un éventail de règles découlant des *Securities Acts*, et que, par ailleurs, les États ont promulgué eux-mêmes des lois, surnommées "Blue sky laws", grâce à des Commissaires, nommés dans chaque États. Voir à ce sujet, la *North American Securities Administrators Association*: <http://www.nasaa.org/> (consulté le 17 juin 2015 Ces lois touchent notamment à l'inscription et la divulgation des informations quant aux courtiers et les différents opérateurs de marché.

<sup>140</sup> *Securities Exchange Act of 1934, préc.*, note 126

<sup>141</sup> *Securities Exchange Act of 1934, préc.*, note 126, (3) (a) (10).; David L. SCOTT, *How Wall Street works*, 2e édition, New York, McGraw-Hill, 1990, p.118; John C. COFFEE, Jr., Joel SELIGMAN, Hillary A. SALE, *Securities Regulation, Cases and Materials*, Tenth édition, New York, Foundation Press, 2007, p.254

<sup>142</sup> K. Fred SKOUSEN, *An introduction to the SEC, préc.*, note 135, p.23

---

précisée par les tribunaux. Dans la décision de Procter & Gamble Co.<sup>143</sup> la Cour fédérale du district de l'Ohio a établi que les deux types d'accords soumis (swap de taux d'intérêt) n'étaient pas des instruments visés par les *Securities Acts*. En effet, les accords soumis ne remplissaient pas les critères pour être qualifiés de contrats d'investissements<sup>144</sup>, ou de notes, d'instruments matérialisant une créance ou d'options sur des valeurs mobilières. Ainsi, de façon générale, les parties à un contrat de swap étaient exposées au risque quant à la qualification juridique de l'opération conclue sur le territoire américain.

Le marché des dérivés négociés de gré à gré a longtemps existé sans aucune surveillance de la part des autorités régulatrices. Peu à peu, le marché des swaps s'est installé et a connu une progression importante vers les années 80. Ce n'est que vers le début des années 1990, que les swaps devinrent de plus en plus standardisés et que la question de réglementer ces produits se posa<sup>145</sup>. Un des principaux arguments pour maintenir ce régime fut à l'effet que les parties au contrat étaient généralement des investisseurs institutionnels ou sophistiqués, et que de ce fait, elles ne nécessitaient pas une protection aussi étendue que le public<sup>146</sup>. Également, il fut avancé que les institutions ainsi que les firmes de courtage possédaient les outils et les experts pour conclure des swaps et, par ailleurs, ces organismes

---

<sup>143</sup> [PG] V. Banker Trust Co. [BT] 925 F. Supp. 1270 (S.D. Ohio 1996); Voir également Willa E. GIBSON, *Are Swap Agreements Securities or Futures?: the Inadequacy of Applying the Traditional Regulatory Approach to OTC Derivatives Transactions*, 24 IOWA J. Corp.L. 379 (hiver 1999)

<sup>144</sup> Le test *Howey*, permettant de déterminer si un instrument pouvait être qualifié de valeur mobilière, n'a pas été rempli. La Cour a également estimé que le test de la *family resemblance* n'a pas été satisfait.

<sup>145</sup> Bank for International Settlements, « Recent Developments in International Interbanks Relations », working group established by the Central Banks of the Group of Ten countries, October 1992, p. 11

<sup>146</sup> ISDA, Comment Letter on Definitions Contained in Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, September 20, 2010, p.2: « It would be appropriate for regulators to exempt from mandatory clearing and trading inter-affiliate swap transactions which are between wholly-owned affiliates of a financial entity. Similarly, such affiliate trades should not figure in determination of swap dealer or major swap participant status or their securities-based equivalent. This concept is vital in permitting affiliate groups to centralize their portfolio management. » Disponible à l'adresse suivante: <http://www2.isda.org/dodd-frank/page/9> (consulté le 17 juin 2015).

étaient suffisamment réglementés. Enfin, l'on affirma qu'une migration des capitaux vers l'Europe et l'Asie en résulterait, où ces produits n'étaient pas encadrés<sup>147</sup>.

Pour mettre fin à ce débat, des amendements législatifs ont été adoptés, et ce, de concert avec la CFTC. Voyons à présent l'encadrement proposé par cette dernière organisation pour comprendre l'évolution de la législation des produits dérivés.

#### **1.3.1.2.2. Sous la U.S. Commodity Futures Trading Commission**

Le *Commodity Exchange Act*<sup>148</sup>, a été adopté en 1936 et a fait l'objet de nombreux amendements depuis. Cette loi institua la CFTC, qui fut investie d'un rôle très large, soit celui d'assurer la surveillance et le contrôle des opérations de marché impliquant les futures et options sur des matières premières (*commodity*) pour imposer des limites sur les positions et encadrer les activités frauduleuses.

Essentiellement, la compétence de la CFTC repose sur la nature du produit sous-jacent, s'il s'agit d'un produit ou une marchandise (*commodity*). Plus précisément, c'est en 1974 que le Congrès américain adopta le *Commodity Futures Trading Commission Act*<sup>149</sup>, qui amenda le *Commodity Exchange Act* de façon substantielle. À ce moment, la CFTC se vit conférer le mandat exclusif d'encadrer les contrats de futures et d'approuver chaque contrat négocié sur une plateforme boursière. Lorsque le produit avait une composante de valeurs mobilières

---

<sup>147</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Law, Explanation and Analysis, Chicago, Wolter Kluwer Law & Business, 2010, p.249

<sup>148</sup> *Commodity Exchange Act*, ch. 545, 49 Stat. 1491, enacted June 15, 1936

<sup>149</sup> *Commodity Futures Trading Commission Act*, P.L. 93-463, 88 Stat. 1289 (1974)

prédominante et se négociait sur un marché réglementé, il tombait sous l'emprise de la SEC. Les pouvoirs concédés à la CFTC devinrent plus importants que sous la Commission précédente (*Commodity Exchange Authority*, ci-après, « CEA »). La compétence de la CFTC n'était désormais plus limitée aux marchandises (*commodities*) énumérées dans la loi. En effet, la définition de *commodity*, fut élargie et non limitée à certaines denrées alimentaires, mais également « toutes autres marchandises ou articles... et tous services, droits, et intérêts dans lesquels les contrats pour délivrance future sont présentement ou dans le futur traités »<sup>150</sup>.

Il aussi intéressant de constater que la CEA ne définissait pas le terme future mais employait plutôt l'expression « contrat de vente pour délivrance future »<sup>151</sup>. Si le segment « contrat de vente », s'entendait comme étant des « ventes, accords de vente, et accords pour vendre »<sup>152</sup>, la portion concernant la « délivrance future » n'était pas définie dans la loi, si ce n'est que pour en exclure la vente avec un règlement au comptant du produit sous-jacent (*commodity*), avec délivrance différée<sup>153</sup>. Avant l'adoption du *Commodity Futures Modernization Act of 2000* (ci-après CFMA)<sup>154</sup>, la CFTC avait pour rôle d'évaluer la transaction qui lui est soumise dans son ensemble et d'étudier la finalité et le produit sous-jacent. Il fallait que la transaction ait une finalité économique et qu'elle ne soit pas contraire à l'ordre public<sup>155</sup>. Ce cadre législatif n'était pas tout à fait adéquat pour les produits dérivés de gré à gré. En effet, les parties à une transaction étaient exposées à une incertitude quant à la

---

<sup>150</sup> *Commodity Exchange Act*, 1974, 7 U.S.C., § 1 (a) (4), « [...] all other goods and articles...and all services that rights and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in. »

<sup>151</sup> *Commodity Exchange Act*, 1974, 7 USC, 15b. « Contract of sale...for future delivery ».

<sup>152</sup> *Id.*, § 1a (7), « The term 'contract of sale ' includes sales, agreements of sale, and agreements to sell ».

<sup>153</sup> *Id.*, § 1a (19), et §14.09, « The term 'future delivery' does not include any sale of any cash commodity for deferred shipment or delivery » . Les contrats *forwards*, où le règlement ou la livraison sont différés sont donc exclus de la loi.

<sup>154</sup> *Commodity Futures Modernization Act of 2000*, H.R. 5660 (2000) (disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrrulesandstatutoryauthority/documents/file/ogchr5660.pdf> - consulté le 17 juin 2015)

<sup>155</sup> Raffaele SCALCIONE, *préc.*, note 127, p.165

détermination de l'opération en jeu. Ainsi, la CFTC devait évaluer les transactions qui n'étaient pas transigées sur des bourses reconnues, et lorsqu'une transaction de gré à gré, était qualifiée de future ou d'option sur marchandise, celle-ci était illégale et devenait nulle, et en conséquence, le contrat ne pouvait être exécutoire. Les utilisateurs de produits dérivés de gré à gré pouvaient toutefois bénéficier d'une exemption statutaire, si le contrat conclu était, par exemple, un *forward*. Dans ce cas, le *forward* devait être conclu entre deux utilisateurs commerciaux, et ce, pour autant, que les parties soient en mesure d'effectuer une livraison physique du produit sous-jacent. Par ailleurs, la CFTC exigeait également que le contrat soit exécutoire entre les parties et que ces dernières ne puissent pas se prévaloir d'un droit de résolution. Enfin, chaque terme du contrat devait être négocié par les parties et non transférable sans le consentement de la contrepartie<sup>156</sup>.

Ainsi, de nombreuses interprétations statutaires ont été ajoutées au fil des années, pour préciser quels produits pouvaient être exemptés. La CFTC a également accordé une exemption aux produits suivants: les options sur produits (*trade options*), les contrats à terme sur produits énergétiques (*energy contracts*), les contrats sur taux futurs, se réglant en espèces (*cash forward contracts*), les swaps, les produits hybrides, et les opérations sur devises étrangères.

---

<sup>156</sup> *Statutory Interpretation Concerning Forward Contracts*, 55 Fed. Reg. 39188 (25 septembre 1990); Edward F. GREENE, Edward J. ROSEN, Leslie N. SILVERMAN, Daniel A. BRAVERMAN, Sebastian R. SPERBER, *U.S. Regulation of the international Securities and Derivatives Markets*, New York, 7th edition, Volume 2, Aspen publishers, 2004, p.13-79. À noter que les contrats *futures*, (négociés sur les marchés réglementés) comportaient les caractéristiques opposées: (1) Le contrat devait être transigé sur une bourse reconnue; (2) Les termes de l'entente doivent être standardisés et non négociables (sauf pour le prix et la quantité), (3) Requiert le dépôt d'une marge initiale afin de garantir les obligations relevant du contrat; (4) L'obligation pour les parties de payer ou de recevoir la variation de la marge, selon l'évolution des positions; (5) Permettre aux parties de pouvoir acheter ou vendre des contrats (*offsetting contracts*) afin d'équilibrer leur position; (6) Permettre le règlement, soit (i) par paiement au comptant, par le biais d'un organisme de compensation, qui agit à titre de contrepartie pour les deux parties au contrat, et sans la délivrance du produit sous-jacent, soit (ii) par la livraison physique du produit sous-jacent.

L'exemption relative aux swaps concernait principalement les swaps de taux, devises, et de produits, certains contrats d'options de taux ou tout autre accord similaire<sup>157</sup>. Il importait également d'être une partie éligible à cette exemption, c'est-à-dire, un *eligible swap participant*. Pour satisfaire à ce critère, l'entité partie au swap devait faire partie de la liste d'entités institutionnelles et commerciales visées et des personnes physiques détenant des actifs supérieurs. Ces entités sont notamment, les banques (incluant les compagnies d'assurance), dont les actifs sont supérieurs à 5 millions de dollars, une entreprise ayant une valeur nette excédant 10 millions de dollars (ou bénéficiant d'une garantie d'une entité dont la valeur nette s'établissait à plus de 1 millions de dollars), les personnes physiques détenant des actifs de plus de 10 millions ou une valeur nette de 1 million de dollars et qui concluent des swaps dans le cours de leurs activités. À cela, l'on ajoute les fonds de cotisations salariales, (*Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*), et les fonds de retraite disposant d'actifs nets supérieurs à 5 millions de dollars, et enfin, les courtiers et intermédiaires financiers ou les personnes détenant des actifs de plus de 10 millions de dollars. Ces parties étaient généralement des acteurs sophistiqués et de ce fait, ne nécessitaient pas une protection aussi étendue.

---

<sup>157</sup> *The Swap Exemption*, 58 Fed. Reg., p. 5589: "Rate swap agreement, basis swap, interest rate option, forward foreign exchange, rate cap agreement, basis swap, interest rate option, forward foreign exchange agreement, rate cap agreement, rate floor agreement, rate collar agreement, currency swap agreement, cross-currency rate swap agreement, currency option and any similar agreement (including any option to enter into any of the foregoing) [...] any combination of the foregoing [or any] master agreement of the foregoing [...] The words 'any similar agreement' in the definition includes any agreement with a similar structure to those transactions expressly included in the definition (e.g., a cap, collar, or floor) without regard to the nature of the underlying commodity interest". L'exemption relative aux swaps a été codifiée lors l'adoption du *Commodity Futures Modernization Act*, 65 Fed. Reg. 82272 (Dec. 28, 2000). À cette occasion, le CFMA avait pour but de mettre fin à l'insécurité juridique qui régnait. Désormais, lorsqu'une transaction ne recevait pas la qualification désirée, les contreparties devaient soumettre à nouveau une demande d'enregistrement auprès de la CFTC, et la nullité de l'opération n'était pas nécessairement prononcée.

En ce qui a trait à l'opération de swap, les parties devaient négocier les termes de l'accord. Si les termes étaient standardisés ou si le contrat avait des caractéristiques de liquidité<sup>158</sup>, l'exemption ne pouvait trouver application<sup>159</sup>.

Nous allons nous enquerir à présent, des changements apportés à ces définitions et de quelle façon les entités institutionnelles et commerciales vont devoir adapter de nouvelles règles de conduite à l'égard de leurs contreparties.

### **1.3.2. Les contreparties et produits assujettis à l'exigence de compensation selon la Loi Dodd Frank**

Les États-Unis ont réussi à imposer un modèle dominant en matière d'encadrement des produits financiers. Le modèle américain a tout de même connu de grandes difficultés, notamment liées aux différentes autorités régulatrices concernées qui n'ont pas toujours réussi à concerner leurs efforts pour mettre en place un régime législatif uniforme, applicable à tous les produits<sup>160</sup>.

La compensation est le sujet central de la réforme des produits OTC. La raison d'être de l'exigence de compensation est en quelque sorte un compromis, entre les différents Comités parlementaires des États-Unis, notamment la proposition de la Sénatrice Blanche Lincoln qui

---

<sup>158</sup> Par exemple si le contrat pouvait aisément être vendu à une autre partie, sans que cela ait d'effet majeur sur le prix.

<sup>159</sup> *The Swap Exemption*, 58 Fed. Reg., p. 54139-54144

<sup>160</sup> Alastair HUDSON, *The law on Financial Derivatives*, 5th edition, London, Sweet & Maxwell, 2012, p.839: "One of the principal difficulties with the US regulatory culture, and a particular arena of academic sociological study, is the created difficulties, both with the creation of policy and also with the actual regulation of financial markets".

avait pour but d'interdire le commerce des produits dérivés OTC. L'exigence de compensation est donc apparue comme un compromis<sup>161</sup>. De nombreux produits devront dorénavant faire l'objet d'une compensation par une contrepartie centrale. Voyons à présent, de quels produits il s'agit.

### **1.3.2.1. Les délais réglementaires imposés aux contreparties et les produits visés**

Les contreparties doivent faire compenser leurs transactions de swap via les chambres de compensation. Les parties à une opération de dérivé devront se familiariser avec les chambres de compensation et créer de nouvelles relations commerciales entre eux<sup>162</sup>.

La première phase débuta le 11 mars 2013, concernant les swaps sur taux d'intérêt<sup>163</sup> conclus avec des contreparties de catégorie 1, c'est-à-dire les entités enregistrées à titre de

---

<sup>161</sup>Phil MATTINGLY, « Derivatives Compromise Breaks Financial Regulation Impasse », Bloomberg, June 25, 2010. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.bloomberg.com/news/2010-06-25/derivatives-compromise-breaks-impasse-over-u-s-bill-on-finance-regulation.html> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>162</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, préc.*, note 124, Section 723, p.1675: "(A) STANDARD FOR CLEARING.—It shall be unlawful for any person to engage in a swap unless that person submits such swap for clearing to a derivatives clearing organization that is registered under this Act or a derivatives clearing organization that is exempt from registration under this Act if the swap is required to be cleared."

<sup>163</sup> La produits visés par cette phase sont les suivants: "*Fixed to Floating Swap, Basis Swap, Forward Rate Agreement, Overnight Index Swap Class, North American Untranchéd CDS Indices Class*", Voir CFTC Release, PR 529-13, "CFTC Announces that Mandatory Clearing begins today", March 11, 2013. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6529-13> (consulté le 17 juin 2015). Les classes de swap sont disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/generic/cftcfiveswapclasses031113.pdf> (consulté le 17 juin 2015). La CFTC n'a pas proposé l'obligation de compensation pour les autres types de swaps (tel que les swaps sur "*commodity, energy, non deliverable forwards*")

*Swap Dealers, Security-Based Swap Dealers, Major Swap Participants, Major Security-Based Swap Participants, Active Funds*<sup>164</sup>.

Depuis le 10 juin 2013, les swaps sur taux d'intérêts conclus avec les contreparties de catégorie 2, c'est-à-dire, avec les entités suivantes: *commodity pools*, *private funds* (autres que les *active funds*), devaient se conformer aux règles de la compensation. Enfin, depuis le 9 septembre 2013, les mêmes produits conclus avec les contreparties de catégorie 3 devenaient assujettis à l'obligation de compensation<sup>165</sup>.

Quant aux produits CDS sur indice Itraxx, un calendrier différent fut établi, toujours en fonction de la catégorie de contreparties. Ainsi, depuis le 26 avril 2013, les entités de catégorie 1, devaient faire compenser les CDS sur indice Itraxx. Les entités de catégorie 2, devaient faire compenser leurs produits depuis le 25 juillet 2013, et les autres entités, de catégorie 3 (qui inclut la gestion pour le compte de tiers) depuis le 23 octobre 2013<sup>166</sup>.

Nous pouvons déjà remarquer que la réforme n'a pas inclus les dérivés CDS de gré à gré, non standardisés, tel que les produits sur les tranches constitués de portefeuilles

---

<sup>164</sup> Les *Active Funds*, sont des entités qui exécutent plus de 200 swaps par mois (sur une moyenne comptée à partir du 1er novembre 2012)

<sup>165</sup> CFTC's Press Release, « CFTC Announces that Mandatory Clearing for Category 2 Entities Begins Today », June 10, 2013, PR 6607-13.  
Disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6607-13> (consulté le 17 juin 2015).

<sup>166</sup> CFTC's Press Release, « CFTC's Division of Clearing and Risk Announces Revised Compliance Schedule for Required Clearing of Itraxx CDS Indices », February 25, 2013. PR 6521-13. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6521-13> (consulté le 17 juin 2015);  
"With regard to the CDS indices on European corporate names, iTraxx, following the compliance dates apply: April 26, 2013, for Category 1 Entities; July 25, 2013, for Category 2 Entities; and October 23, 2013, for all other entities."  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/generic/cftcfiveswapclasses031113.pdf> (consulté le 17 juin 2015).

hypothécaires ou produits de crédit structurés, qui furent à l'origine de la crise financière débutée en 2008<sup>167</sup>. Les produits ci-haut cités sont des CDS sur indices standardisés (iTraxx et CDX). Nous pouvons nous questionner à savoir si ces produits seront dans le futur, visés par une réglementation complémentaire et par l'exigence de compensation.

Les entités visées par ces exigences devaient faire compenser leurs transactions par le biais d'un *Derivatives Clearing Organization* (ci-après « DCO »). Une institution pouvait s'enregistrer à titre de DCO, ou si elle était déjà inscrite à titre de chambre de compensation (multilatérale) ou d'entité dépositaire, avant l'entrée en vigueur de la loi, elle pouvait également agir à ce titre<sup>168</sup>. Lorsqu'un swap était compensé par un DCO, il était considéré comme un *Commodity Contract*<sup>169</sup>.

Il faut par ailleurs noter que si les entités visées ne souhaitent pas faire compenser l'opération, elles pouvaient soumettre la décision à la CFTC pour qu'elle détermine si le swap devait être compensé ou non<sup>170</sup>.

---

<sup>167</sup> Voir supra, note 79, Ronald W. ANDERSON, « Les CDS: quels avantages et quels coûts collectifs? » Banque de France, Revue de la stabilité financière n°14 - Produits dérivés - Innovation financière et stabilité (juillet 2010), p.11

<sup>168</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, préc.*, note 124, Section 725, p.1676:" (1) IN GENERAL.—A depository institution or clearing agency registered with the Securities and Exchange Commission under the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a et seq.) that is required to be registered as a derivatives clearing organization under this section is deemed to be registered under this section to the extent that, before the date of enactment of this subsection— “(A) the depository institution cleared swaps as a multilateral clearing organization; or “(B) the clearing agency cleared swaps."

<sup>169</sup> *Id.* “(5) COMMODITY CONTRACT — A swap cleared by or through a derivatives clearing organization shall be considered to be a commodity contract as such term is defined in section 761 of title 11, United States Code, with regard to all money, securities, and property of any swaps customer received by a futures commission merchant or a derivatives clearing organization to margin, guarantee, or secure the swap (including money, securities, or property accruing to the customer as the result of the swap).

<sup>170</sup> *Id, préc.*, note 124, Section 723, p.1676: “(2) COMMISSION REVIEW.—“(A) COMMISSION-INITIATED REVIEW.—“(i) The Commission on an ongoing basis shall review each swap, or any group, category, type,

### 1.3.2.2. Les contreparties non visées par l'obligation de compensation

L'obligation de compensation ne s'appliquait pas aux entités qui avaient la faculté d'opter ou non pour la compensation. L'exclusion concernait essentiellement les opérations de swap lorsqu'une partie à la transaction n'était pas une entité financière, ou, qu'elle concluait une telle opération pour des fins de couverture, ou qu'elle notifiait la Commission en lui indiquant de quelle façon elle rencontrerait ses obligations<sup>171</sup>.

Par ailleurs, lorsque le swap devait être compensé, et que l'une des parties était un *swap dealer*, *major swap participant*, sans que sa contrepartie fasse partie de l'une de ces catégories, cette dernière avait la faculté de choisir avec quelle entité elle souhaitait compenser le swap<sup>172</sup>.

Les contreparties à une opération devaient donc conclure des arrangements avec les chambres de compensation. À cet effet, les contreparties pouvaient opter pour devenir

---

or class of swaps to make a determination as to whether the swap or group, category, type, or class of swaps should be required to be cleared."

<sup>171</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, préc.*, note 124, Section 723, p.1679: « (7) EXCEPTIONS.—“(A) IN GENERAL.—The requirements of paragraph (1)(A) shall not apply to a swap if 1 of the counterparties to the swap—“(i) is not a financial entity; “(ii) is using swaps to hedge or mitigate commercial risk; and “(iii) notifies the Commission, in a manner set forth by the Commission, how it generally meets its financial obligations associated with entering into noncleared swaps. »; *Id.* Les entités financières sont les suivantes: « swap dealer, security-based swap dealer, major swap participant, major security-based swap participant, commodity pool, private fund, an employee benefit plan as defined in Employment Retirement Income Security Act, a person predominantly engaged in the business of banking, or in activities that are financial in nature ».

<sup>172</sup> *Id.*, Section 723, p. 1681, " (i) SWAPS REQUIRED TO BE CLEARED.—With respect to any swap that is subject to the mandatory clearing requirement under this subsection and entered into by a swap dealer or a major swap participant with a counterparty that is not a swap dealer, major swap participant, security-based swap dealer, or major security-based swap participant, the counterparty shall have the sole right to select the derivatives clearing organization at which the swap will be cleared."

---

membres d'une chambre de compensation ou conclure des conventions avec des membres compensateurs, tel que les banques et autres institutions financières. Pour être membre d'une chambre de compensation de nombreux critères entraînent en ligne de compte, par exemple, un seuil de capitalisation et des infrastructures opérationnelles adaptées.

Finalement, il convient de souligner que les entités assujetties à Dodd-Frank peuvent s'acquitter de leurs obligations grâce au protocole rédigé par l'ISDA<sup>173</sup>. Le protocole, facilite l'adhésion des parties. Il a été rédigé en plusieurs parties et permet systématiquement aux contreparties de faire des représentations sur leur statut ainsi que de gouverner la relation contractuelle entre les parties. Les parties ont pu adhérer en signant la lettre d'adhésion au protocole de l'ISDA.

La Loi Dodd-Frank a été étudiée par tous les régulateurs des états faisant partie du G20. À leur tour, les régulateurs de l'Union européenne ont pensé un cadre législatif pour encadrer certains produits dérivés de gré à gré, négociés par certains participants du marché. Il convient à présent d'étudier les règles mises en place par les régulateurs européens et de mettre en lumière les divergences entre les deux régimes applicables aux produits dérivés de gré à gré.

### **1.3.3. Le cadre législatif européen (EMIR) pour réformer les produits dérivés de gré à gré**

L'Union européenne a également adopté un cadre législatif pour réguler les produits dérivés de gré à gré. Le 16 août 2012 le règlement européen sur les produits dérivés de gré à

---

<sup>173</sup> L'ISDA a mis en place un document d'adhésion, disponible à l'adresse suivante:  
<http://www2.isda.org/functional-areas/protocol-management/protocol/8> (consulté le 17 juin 2015)

gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux de données est entré en vigueur<sup>174</sup> (ci-après, le « Règlement EMIR »). Cette réglementation comporte trois volets principaux dont (1) l'obligation de compensation par une contrepartie centrale agréée ou reconnue à cet effet des produits dérivés considérés comme éligibles par l'European and Securities and Markets Authority (l'ESMA) (2), l'obligation de déclaration des contrats dérivés conclus auprès de référentiels centraux de données et (3) la mise en place de techniques d'atténuation des risques des contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale.

### **1.3.3.1. Le champ d'application du Règlement EMIR**

Ainsi, à la différence de la Loi Dodd-Frank, le règlement EMIR impose des techniques d'atténuation des risques opérationnels et de contrepartie pour les dérivés qui ne sont pas compensés par contrepartie centrale car ils sont exclus du champ d'application de la réglementation ou parce qu'une contrepartie centrale n'a pas accepté de les compenser. Ces procédures sont applicables à ce jour, et incluent notamment la confirmation rapide des termes du contrat dérivés, des techniques de réconciliation et de compression des portefeuilles, d'identification des portefeuilles, de règlement rapide des différends entre les parties, la valorisation quotidienne des contrats de gré à gré et l'échange de collatéral pour les contrats non compensés centralement<sup>175</sup>.

---

<sup>174</sup> *Règlement (UE) No 648/2012 du Parlement européen et du conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, publié au journal de l'Union européenne, 27 juillet 2012

<sup>175</sup> Article 11 paragraphe 14, point a) du Règlement EMIR: *Règlement Délégué (UE) n°149/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 complétant le règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les accords de compensation indirecte, l'obligation de compensation, le registre public, l'accès à une plate-forme de négociation*, les contreparties non financières et les techniques d'atténuation des risques pour les contrats dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale, publié le 23 février 2013, Journal officiel de l'Union européenne, articles 12, 13, 14.

Le Règlement EMIR (norme de niveau 1) a été complété par des normes de niveau 2<sup>176</sup>, appelées les normes techniques, qui furent déterminantes pour l'application des principales dispositions des règlements et qui sont de la compétence de l'AEMF (l'Autorité européenne des Marchés Financiers). La Commission européenne a donc adopté neuf (9) normes techniques et ses règlements d'exécution qui ont trait à la procédure d'éligibilité des produits à l'obligation de compensation, la mise en conformité des contreparties centrales, le début de la période d'enregistrement des référentiels centraux et l'application des techniques d'atténuation des risques applicables aux contrats non compensés.

Concernant l'application du Règlement EMIR, il convient de mentionner que le règlement s'applique lorsqu'une des deux entités est une contrepartie européenne, même si sa contrepartie est non européenne<sup>177</sup>. Le Règlement EMIR trouve également application lorsque le contrat est conclu entre deux entités établies dans un ou plusieurs pays tiers qui seraient soumises à l'obligation de compensation si elles étaient dans l'Union, pour autant que le contrat ait un effet direct, substantiel et prévisible dans l'Union européenne ou lorsque cette obligation est nécessaire ou appropriée afin de prévenir le contournement du règlement<sup>178</sup>.

Le choix retenu quant aux catégories de produits assujettis au Règlement EMIR est plus vaste car il s'applique à tous les produits dérivés dont l'exécution n'a pas lieu sur un

---

<sup>176</sup> Le 19 décembre 2012, la Commission Européenne a adopté neuf normes techniques de réglementation et d'exécution pour compléter les obligations définies en vertu du Règlement EMIR.

<sup>177</sup> Règlement Européen EMIR, Présentation de l'AMF, « Les impacts du Règlement EMIR en matière de gestion d'actifs », 21 mai 2013

<sup>178</sup> Règlement EMIR, article 4.1 (a); Règlement Délégué de la Commission complétant le règlement (UE) n°648/2012 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant l'effet direct, substantiel et prévisible des contrats dans l'Union et la prévention du contournement des règles et obligations, adopté le 13 février 2014, Commission Européenne ; Vlad MALY, Peter MALYSHEV, *Regulation of Derivatives EU and US perspectives*, 15 février 2013, Latham & Watkins, p.7

marché réglementé au sens de la directive MIF<sup>179</sup> et ainsi diffère des catégories prévues par la Loi Dodd-Frank.

Le Règlement EMIR diffère également de la Loi Dodd-Frank quant aux entités visées par l'obligation de compensation. Essentiellement, ce sont les contreparties financières tel que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement, les fonds OPCVM et AIFM ainsi que leurs sociétés de gestion, les entreprises d'assurance et de réassurance<sup>180</sup>. Les contreparties non-financières excédant certains seuils sont également visées par le Règlement EMIR<sup>181</sup> et les entités établies dans les pays tiers<sup>182</sup>. Il apparaît donc, à la lecture du Règlement EMIR que les concepts, tel que swap dealer, major swap dealer, qui déclenchent l'application de la Loi Dodd-Frank n'ont pas été repris.

### **1.3.3.2. L'obligation de compensation par contrepartie centrale**

Concernant l'obligation de compensation, deux approches ont été combinées afin de déterminer quels produits étaient assujettis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Tout d'abord, l'approche descendante selon laquelle l'Autorité des européenne des Marchés Financiers détermine les contrats soumis à l'obligation de compensation pour ensuite

---

<sup>179</sup> Règlement EMIR, article 2, paragraphe 7: « produit dérivés de gré à gré » ou « contrat dérivé de gré à gré », un contrat dérivés dont l'exécution n'a pas lieu sur un marché réglementé au sens de l'article 4, paragraphe 1, point 14), de la directive 2004/39/CE ou sur un marché d'un pays tiers considéré comme équivalent à un marché réglementé conformément à l'article 19, paragraphe 6, de la directive 2004/39/CE. Voir également les paragraphes 4 et 10 de la Section C de l'annexe de la directive 2004/39/CE : Contrats d'options, contrats à terme, contrats d'échanges, accords de taux futurs (...).

Voir également la *Directive 2004/39/CE, concernant les marchés d'instruments financiers, publié au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004* ("Directive MIF"), article 4, paragraphe 1, point 14).

<sup>180</sup> article 2 paragraphe 8, article 4 alinéa 1 a) du Règlement EMIR.

<sup>181</sup> article 2 paragraphe 9, article 4 alinéa 1 a), article 10 paragraphe 1 du Règlement EMIR.

<sup>182</sup> article 2 paragraphe 9, 10 (1) b) du Règlement EMIR.

les soumettre à la Commission Européenne, mais également l'approche ascendante où les contreparties centrales sollicitent l'autorité européenne des marchés financiers pour que cette dernière impose la compensation de certaines catégories de contrats <sup>183</sup>.

Enfin, s'agissant de la protection des clients, le Règlement EMIR prévoit que les chambres de compensation devront conserver des enregistrements et une comptabilité distincte qui permettra à tout membre compensateur de distinguer dans ses comptes ses propres actifs et positions détenues pour le compte d'un client des actifs et positions détenues pour le compte de tout autre client (ségrégation individuelle par client)<sup>184</sup>. Également la chambre de compensation doit offrir la ségrégation collective des clients permettant à tout membre compensateur de distinguer, dans ses comptes ses propres actifs et positions des actifs détenus pour le compte de ses clients.

Ceci met fin à notre première partie, à notre examen de l'origine des produits dérivés de gré à gré, des risques sous-jacents à l'utilisation de ces produits, de l'amorce de la réforme des produits dérivés de gré à gré au Canada, aux États-Unis et en Europe. Nous avons décrit le champ de compétence de la CFTC et de la SEC avant la réforme et nous avons constaté que la CFTC est désormais investie d'un pouvoir réglementaire beaucoup large. Également, l'exemption relative aux swaps a été profondément modifiée et désormais une longue liste de produits sont assujettis au nouveau régime. Nous avons évoqué le Règlement EMIR ainsi que les principes adoptés pour réformer les produits dérivés de gré à gré. Nous verrons à présent de quelle façon le régulateur Québécois a approché la question et des choix retenus suite aux processus consultatif qui a été tenu par le Comité des ACVM. Nous consacrerons donc la

---

<sup>183</sup> Règlement EMIR, article 5. Règlement Délégué (UE) n°149/2013 de la Commission du 19 décembre 2012 *préc.* note 162, article 7 élabore les critères à prendre en considération pour déterminer les catégories de contrats dérivés de gré à gré qui sont soumises à l'obligation de compensation.

<sup>184</sup> Règlement EMIR, article 39.

deuxième partie du mémoire sur le cas du Québec et l'amorce d'une réglementation des dérivés OTC.

## 2. LA RÉFORME DES PRODUITS DÉRIVÉS DE GRÉ À GRÉ AU QUÉBEC, VERS UN MODÈLE HARMONISÉ?

### 2.1. L'amorce d'une réglementation des produits dérivés de gré à gré au Québec

Le 2 novembre 2010, le Comité des ACVM lança une consultation pour la mise en place d'une réglementation en matière de dérivés de gré à gré, au Canada<sup>185</sup>. Cette consultation examina quelques points centraux, dont la compensation, les référentiels centraux de données, la négociation, les fonds propres et garanties, utilisateurs finaux et participants au marché importants, l'application de la réglementation et enfin la séparation des biens affectés en garantie. Les arguments en faveur d'une telle réforme au Canada furent principalement, la nécessité de renforcer les marchés financiers et les risques liés aux dérivés de gré à gré, puis, l'harmonisation et la surveillance réglementaire des organismes internationaux<sup>186</sup>. Déjà, le Comité des ACVM envisageait la compensation par contrepartie centrale pour mieux gérer les risques associés aux produits dérivés de gré à gré<sup>187</sup>. Certaines problématiques furent également exposées, tel que l'indisponibilité du capital. En effet, lorsque les exigences de marge sont trop élevées, les contreparties ne disposent plus de capitaux pour financer leurs activités et ainsi, se pose le problème de liquidité de l'ensemble du marché. D'autres remarques ont été formulées quant au marché canadien, qui ne représente pas une grande part de marché au niveau mondial<sup>188</sup>. De ce fait, la mise en place d'un cadre réglementaire aussi

---

<sup>185</sup> Document de consultation 91-401 des ACVM, sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada, accessible au: <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 14 janvier 2011

<sup>186</sup> *Id.*, p.9

<sup>187</sup> *Id.*, « Les contreparties centrales apportent également des efficacités juridiques et opérationnelles, comme le règlement des opérations, la gestion des garanties et la centralisation des règles et des mécanismes. »

<sup>188</sup> Par exemple, le Canada ne représenterait que 0,06% mondial des dérivés de crédit CDS Single Names. Crédit Lime, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-creditlime-financial.pdf>

contraignant ne peut avoir que des effets défavorables. Enfin, très clairement, se posa la question du type de contrepartie centrale, et le choix d'une contrepartie centrale internationale pour chaque catégorie d'actifs<sup>189</sup>.

La présente sous-partie a pour objectif de mettre en lumière le mécanisme de la compensation et les nouveaux liens contractuels à mettre en place. Dans une deuxième sous-partie, nous exposerons les règles proposées par le comité des ACVM pour la compensation et les règles de séparation et de ségrégation du collatéral, afin d'exposer le choix retenu par le régulateur québécois et ses divergences ou l'harmonisation avec le régime proposé par la Loi Dodd-Frank. Dans une troisième sous-partie, nous traiterons du risque systémique vis-à-vis des chambres de compensation et enfin, dans une quatrième sous-partie, seront traitées les règles d'extra-territorialité et leur impact au Canada, pour mieux comprendre de quelle façon les contreparties seront incluses dans le champ d'application de la Loi Dodd-Frank et comment, les autorités devront collaborer entre elles pour éviter la multiplication des régimes applicables au participants du marché.

La compensation est le sujet au cœur de la réforme des produits dérivés OTC. Nous allons tout d'abord décrire le mécanisme juridique.

---

(consulté le 17 juin 2015) ; Mouvement des Caisses Desjardins, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-mouvement-caisses-desjardins.pdf> (consulté le 17 juin 2015): « Selon les données du Bureau du Surintendant des institutions financières (BSIF) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI), l'encours du marché canadien des produits dérivés représente environ 2% du volume mondial. (...) les six principaux opérateurs du marché des produits dérivés de gré à gré au Canada réalisent entre 10% et 30% de leurs revenus totaux de négociation sur le marché canadien. »

<sup>189</sup> *Id.*, p.24, « L'établissement d'une contrepartie centrale canadienne ne sera possible que si elle procure les avantages de la compensation multilatérale, ce qui suppose la participation massive des principaux participants au marché des dérivés. (...) Maximisation de l'efficacité: les organismes de réglementation s'interrogent sur l'opportunité d'établir une contrepartie centrale internationale pour chaque catégorie d'actif ou une contrepartie gérant plusieurs catégories d'actifs, afin de maximiser l'efficacité de la compensation. »

---

### 2.1.1. Le mécanisme de la compensation en droit civil

On peut définir ce concept comme étant le processus tendant à comparer les positions d'une opération entre deux parties. L'étymologie du mot « compensation » permet de le comprendre, compenser vient du latin *cum* signifie « avec » et *pensare* veut dire « penser ». En latin *compensare* signifiait « équilibrer »<sup>190</sup>. Le Code civil emprunte également ce mécanisme dans le livre cinquième portant sur les obligations, plus spécifiquement le chapitre huitième sur l'extinction de l'obligation, où la compensation s'opère lorsque « deux personnes se trouvent réciproquement débitrices et créancières l'une de l'autre, [et] que les dettes auxquelles elles sont tenues s'éteignent (...) jusqu'à concurrence de la moindre »<sup>191</sup>.

On retient que le principe général veut que l'opération consiste à équilibrer le montant de deux opérations contraires. En principe, la compensation est contraire au principe de solidarité, un débiteur ne peut demander la totalité d'une somme due par un créancier sauf pour la part de ce dernier dans la créance solidaire<sup>192</sup>.

De façon similaire, on observe en droit financier qu'il y a compensation, lorsque les opérateurs échangent de façon finale et irrévocable les titres contre des espèces. Suite à cette opération, il y a novation qui s'opère et la chambre de compensation devient la contrepartie centrale aux opérations. L'intérêt de ce mécanisme réside dans la simplification des flux dans lesquels les participants sont impliqués<sup>193</sup>. Il n'y a pas non plus lieu d'opérer le principe de la

---

<sup>190</sup> *Dictionnaire historique de la langue française*, Le Robert, V°Compenser

<sup>191</sup> *Code civil du Québec*, L.Q., 1991, c. 64, article 1672

<sup>192</sup> *Id.*, article 1678, « Le débiteur solidaire ne peut opposer la compensation de ce que le créancier doit à son codébiteur, excepté pour la part de ce dernier dans la créance solidaire. »

<sup>193</sup> Myriam ROUSILLE, *La compensation multilatérale*, Paris, Dalloz, 2006, p.170

solidarité lorsqu'il y a compensation puisque les opérations sont centralisées et que l'on exclut toute action tendant au recouvrement individuel d'une somme chez un autre participant. Cela est en adéquation avec le principe de la compensation du code civil selon lequel deux personnes doivent se trouver réciproquement débitrices et créancières l'un de l'autre d'une même chose. Or, dans le cadre de la compensation multilatérale, lorsque la chambre de compensation intervient, l'obligation de régler le solde débiteur est personnelle à chaque participant. Voyons à présent comment s'opérerait le mécanisme de la compensation avant la réforme des dérivés de gré à gré.

### **2.1.2. Le mécanisme de la compensation avant la réforme des produits dérivés de gré à gré**

Le processus de compensation comprend généralement différentes étapes<sup>194</sup>, il débute dès l'exécution d'une opération et comprend successivement: la saisie des opérations, la confirmation ainsi que l'appariement des opérations, le rapprochement des opérations et enfin, le calcul des positions nettes des participants.

La phase finale de la compensation est le règlement, c'est-à-dire, lorsque le droit de propriété des titres est transféré entre la chambre de compensation et le membre. C'est à ce moment qu'il y a novation et que la chambre de compensation devient l'émetteur nominal des titres compensés.

---

<sup>194</sup> À ce sujet, voir: *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (ci-après l'OICV, novembre 2001; *Recommandations pour les contreparties centrales*, Comités sur les systèmes de paiement et de règlement, Comité technique de l'OICV, novembre 2004; Bank for International Settlements, « New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives », Committee on Payment and Settlement Systems, march 2007.

Avant la réforme Dodd-Frank, les parties signaient la documentation contractuelle pertinente pour le produit souhaité (généralement un ISDA) et une annexe de crédit (*Credit Support Annex*), qui régissait les conditions du dépôt et de transfert du collatéral, taillé sur mesure<sup>195</sup>. Cette annexe fut élaborée pour mitiger les risques de crédit de la contrepartie<sup>196</sup>. Par ailleurs, on employa cette technique pour soustraire les opérations du régime national de faillite et d'insolvabilité et éviter que le syndic de faillite choisisse telle ou telle opération<sup>197</sup>. Le contrat ainsi signé était bilatéral en ce que chacune des parties pouvait être l'entité délivrant le collatéral (*pledgor*) ou celle qui recevait le collatéral à titre de garantie (*Secured Party*). Le contrat pouvait être modifié de façon à ce que la prestation soit unilatérale, pour qu'une seule partie remette le collatéral. Généralement, il s'agissait de la partie disposant d'un crédit plus limité, qui déposait le collatéral<sup>198</sup>. Une partie agissait à titre d'agent de valorisation du collatéral (*valuation agent*), généralement, la partie demandant le collatéral. L'évaluation du collatéral et les appels de marge se faisaient sur une base périodique, selon les modalités indiquées dans l'Annexe<sup>199</sup>. Le transfert de collatéral se faisait sur une base périodique, par une évaluation *mark to market* de la somme des transactions assujetties à l'ISDA. Les parties décidaient si elles optent pour que le collatéral soit détenu par un dépositaire ou non. L'Annexe de collatéral (*NY Annex*), prévoyait que la partie détenant le collatéral pouvait le faire par le biais d'un dépositaire ou détenir elle-même le collatéral, pourvu que certaines conditions sont remplies<sup>200</sup>. Souvent, ces conditions étaient déterminées en fonction de la

---

<sup>195</sup> Paul C. HARDING, *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, third edition, Edinburgh Gate, Harlow, Pearson Education Limited, 2010, p. 19

<sup>196</sup> Christian A. JOHNSON, Paul C. HARDING, *Mastering the Collateral Management and Documentation*, Edinburgh Gate, Harlow, Pearson Education Limited, 2002, p. 19

<sup>197</sup> *Id.*

<sup>198</sup> Margaret GROTTENTHALER et Philip J. HENDERSON, *préc.*, note 41, p.8-7, « The NY Annex is often modified to require only one party to provide collateral. This is common in cases where one party is a materially weaker credit than the other. »

<sup>199</sup> <http://www.isda.org/publications/isdacredit-users.aspx> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>200</sup> Margaret GROTTENTHALER et Philip J. HENDERSON, *préc.*, note 41, p.8-7.

solvabilité de la contrepartie. Par exemple, si la cote de crédit du détenteur de collatéral était abaissée, la contrepartie pouvait exiger que le collatéral soit détenu par une autre entité, dans une juridiction différente. Par ailleurs, il est utile de mentionner qu'en pratique, les banques ne détenaient pas systématiquement le collatéral qui était plutôt réhypothéqué de façon très efficace par les banques. Une pratique fut mise en place pour que les banques ne se versent pas le collatéral les unes aux autres et que les éléments du bilan d'une banque donnée pouvaient se retrouver dans l'actif ou le passif d'une autre banque (*churning*)<sup>201</sup>. Le recours à une chambre de compensation ne permettra plus de telles pratiques puisque les chambres de compensation s'interposeront entre les parties et exigeront le dépôt de collatéral pour la marge initiale et la marge de variation.

Nous nous intéressons à présent aux changements apportés par le modèle de contrepartie centrale pour la compensation des produits dérivés de gré à gré.

### **2.1.3. Vers un nouveau modèle de contrepartie centrale et de nouveaux liens contractuels à mettre en place par les contreparties.**

La compensation par contrepartie centrale vient changer les règles. Ainsi, les contreparties doivent déposer le collatéral consistant en une marge initiale et un montant équivalent à la marge de variation (marge quotidienne), selon une évaluation *mark to*

---

<sup>201</sup> Manmohan SINGH, « Sous-collatéralisation et réhypothécaton sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°14, Produits dérivés - Innovation financière et stabilité, juillet 2010, page 131. A noter qu'après la faillite de Lehman Brothers, la réhypothécaton s'est fortement réduite, le collatéral pouvant être réhypothéqué a fortement été réduit, les investisseurs prenant des mesures de précaution afin de placer leurs actifs sur des comptes de dépôt plutôt que des titres.

*market*<sup>202</sup>. Les versements sont faits au membre compensateur, qui le fera à son tour à la chambre de compensation. Le montant de la marge initiale, requis sera calculé par la chambre de compensation, basé sur des modèles internes. La contrepartie doit soumettre le swap à la chambre de compensation dès son exécution et le moment où la technologie le permet<sup>203</sup>. Les membres compensateurs peuvent également requérir de leurs clients de déposer le collatéral pour un montant supérieur à ce que la chambre de compensation exige<sup>204</sup>.

Plusieurs modèles sont offerts sur le marché, ainsi, le client pourra choisir si le collatéral est détenu par le membre compensateur ou la chambre de compensation. Pour cette dernière raison, les contreparties peuvent souhaiter de conclure des contrats de compensation avec plusieurs membres compensateurs, puisque le montant excédentaire pourra varier en fonction des membres compensateurs concernés.

Le collatéral est un outil qui a été développé au fil des années afin de dénouer une transaction dans le cas de la défaillance d'une contrepartie et d'échapper aux règles nationales de la faillite. En cas de non recouvrement de sa créance, la contrepartie peut garder le collatéral et ainsi éviter d'aller devant les tribunaux<sup>205</sup>. Cette technique fut développée dans

---

<sup>202</sup> Craig PIRRONG, « The Economics of Central Clearing: Theory and Practice », ISDA, Discussion paper series, number one, May 2011, p.9

<sup>203</sup> CFTC, Final Rule, 77 Fed. Reg. 240, p.54. Disponible à l'adresse suivante:  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-29211a.pdf> (consulté le 17 juin 2015).

<sup>204</sup> Davis Polk, « An Asset Manager's Guide to Swap Trading in the New Regulatory World », March 11, 2013, p.14 (disponible à l'adresse suivante:  
[http://www.davispolk.com/files/uploads/An\\_Asset\\_Managers\\_Guide\\_to\\_Swap\\_Trading.pdf](http://www.davispolk.com/files/uploads/An_Asset_Managers_Guide_to_Swap_Trading.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

<sup>205</sup> Anne-Lise RILES, « The Anti-Network: Private Global Governance, Legal Knowledge, and the Legitimacy of the State », Ithaca, American Journal of Comparative Law, vol. 56 issue 3, symposium "Private Law Beyond the State", New York, Cornell Law School, 2008, p.158

---

l'optique où les opérateurs de marché ne sont pas concentrés sur un seul lieu géographique mais sont des acteurs d'un réseau mondial.

Nous avons mis en avant le risque systémique<sup>206</sup>, et la façon dont les opérateurs sont interconnectés aujourd'hui. Cette nouvelle donnée vient ajouter à la difficulté de mettre en place un cadre législatif, non seulement à propos et à temps, mais également, qui sert à couvrir tous les marchés et les juridictions comportant des risques. Le professeur Anne-Lise Riles avance la thèse selon laquelle les acteurs privés peuvent combler les lacunes découlant des législations nationales et de l'absence de cadre spécifique ou opportun, grâce à leurs relations contractuelles, notamment la pratique développée par la négociation d'ISDAs et la mise en place d'une Annexe de Collatéral<sup>207</sup>, elle souligne à ce propos:

« What would market reform look like if, instead of investing all our political energies in a policy-driven search for the perfectly calibrated regulatory architecture, we focused more attention on developing and redirecting the practical legal techniques that are already contributing in practical, day-to-day ways to market stability? »<sup>208</sup>.

La réforme des produits dérivés de gré à gré et l'exigence de compensation par contrepartie centrale a pour objectif de garantir que la compensation protège les sûretés des clients et les positions des clients et de permettre d'accroître la résistance des agences de compensation de produits dérivés face à la défaillance d'un membre compensateur<sup>209</sup>. La question se pose, véritablement à savoir si l'adoption d'un tel cadre peut réellement améliorer ou réduire les risques de défaut et de contrepartie et si ces nouvelles pratiques contractuelles

---

<sup>206</sup> Voir supra, « 1.2.1.1. Le risque systémique »

<sup>207</sup> Anne-Lise RILES, *Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets*, préc., note 111

<sup>208</sup> *Id.*, p.244

<sup>209</sup> *Avis 91-304 du personnel des ACVM, Modèle de règlement provincial, Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients*, publié le 16 janvier 2014.

pourront atteindre ces objectifs. Par ailleurs, la difficulté réside dans l'établissement d'un cadre international, harmonisé puisque le droit a sa source et sa souveraineté dans l'État.

Voyons à présent le nouveau modèle de contrepartie centrale mis en place par le Comité des ACVM et de quelle façon ces dernières détermineront les produits assujettis à l'exigence de compensation.

#### **2.1.4. La détermination des produits assujettis à la compensation par contrepartie centrale, vers une approche harmonisée des ACVM?**

Nous pouvons d'ores et déjà nous interroger sur la liste des produits qui seront assujettis à la compensation. Dès les premières consultations, des remarques ont été formulées sur la base que certains produits n'étaient pas adéquat pour la compensation<sup>210</sup>. Il s'agit notamment des produits sur *Forex*, où les transactions ont une date de maturité très courte et dont utilisation du *CSA* (Annexe de Collatéral) est très répandue<sup>211</sup>.

Le Comité des ACVM a tenu une seconde consultation sur le sujet plus spécifique de la compensation des dérivés de gré à gré et l'infrastructure de la chambre de compensation<sup>212</sup>. Suite à la consultation, le Comité des ACVM a publié un projet de modèle de règlement

---

<sup>210</sup> AFME, SIFMA, ASIFMA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-global-fx-division-afme-sifma-asifma.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>211</sup> *Id.* D'après les données répertoriées, environ 1,65% des pertes associées au crédit, pour les contrats sur *Forex*, sont dus à l'absence de mise en place du *CSA*, lorsque le contrat a une date de maturité de 2 ans. Le chiffre tombe à 0,9% pour les instruments sur *Forex* avec une date de maturité de 6 mois.

<sup>212</sup> *Consultation 91-406 des ACVM sur la Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*, p.2 disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012juin20-91-406-consultation-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

provincial sur la compensation obligatoire des produits dérivés par contrepartie centrale, puis le projet de règlement 94-101 qui a été publié par l'AMF et était en consultation jusqu'au 13 mai 2015<sup>213</sup>.

Déjà, se pose la question à savoir qui fera l'examen des produits destinés à être compensés par une contrepartie centrale? Le comité des ACVM a choisi l'approche ascendante de façon prédominante de façon à ce que l'organisme de réglementation reçoive de la part de la chambre de compensation une série d'informations sur les produits en question, les contrats de marché, l'établissement du prix, et les facteurs risques<sup>214</sup>. À partir de là, l'organisme de réglementation décidera s'il y a lieu d'assujettir le produit à la compensation obligatoire ou non. Ce mécanisme n'est pas sans oublier le processus de la CFTC, qui consiste à examiner les swaps qui ne sont pas admis à la compensation<sup>215</sup>.

Le Comité des ACVM, lors de la tenue de la consultation<sup>216</sup> jugea que les contreparties centrales étaient les mieux placées pour déterminer quels produits devraient être compensés par elles, et quels dérivés comportaient des risques excessifs, toutefois, nous remarquons que le choix final, appartiendra aux autorités canadiennes en valeurs mobilières. Rappelons que

---

<sup>213</sup> *Projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*, publié le 12 février 2015 (consulté le 17 juin 2015)

<sup>214</sup> *Id.*, p.21. Voir également à cette fin l'Annexe 94-101A2, Services de compensation de dérivés.

<sup>215</sup> *CFTC, Final Rule*, 76 Fed. Reg. 44464, p.82495. Décivant le processus d'examen de la CFTC lorsqu'une chambre de compensation souhaite compenser une catégorie de swap, qui n'est pas actuellement compensé par elle et qui n'est pas décrit parmi les classes de swap sujets à l'obligation de compensation. Voici quelques critères à prendre en considération lors de l'examen de la CFTC: "(A) the existence of significant outstanding notional exposures, trading liquidity, and adequate trading data; (...) (E) the existence of reasonable legal certainty in the event of the insolvency of the relevant derivatives clearing organization or one or more of its clearing members with regard to the treatment of customer and swap counterparty position, funds, and property; (...) (v) Pricing sources, models, and procedures, demonstrating an ability to obtain sufficient price data to measure credit exposures in a timely and accurate manner (...)"

<sup>216</sup> *Consultation 91-406 des ACVM sur la Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*, p.25, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012juin20-91-406-consultation-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

l'approche descendante, quant à elle, consisterait, pour les organismes de réglementation de s'appuyer sur l'information disponible sur le marché ou celles fournies par les référentiels centraux de données pour déterminer quels dérivés doivent être compensés.

Lors de la publication du projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire<sup>217</sup>, il fut déjà envisagé que les ACVM déterminent les dérivés soumis à l'obligation de compensation après avoir reçu l'avis de la chambre de compensation et par toute personne intéressée<sup>218</sup>. Certains commentateurs avaient reproché l'absence d'harmonisation des produits soumis à l'obligation dans le cas où seule l'approche ascendante serait retenue et une disparité entre les catégories de dérivés soumis à l'obligation de compensation entre les provinces. En l'espèce, chaque autorité en valeur mobilière déterminera le dérivé ou la catégorie de dérivé qui sera assujéti à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, en tenant compte de certains facteurs, tel que décrits dans l'Instruction Générale<sup>219</sup>. Nous retrouvons dans ces facteurs quelques commentaires formulés lors des consultations tel que la liquidité, le profil de risque, l'effet sur la concurrence, l'existence d'une obligation de compensation dans d'autres territoires. Par cette approche saluons l'objectif d'harmonisation de la détermination des dérivés et de la catégorie de dérivés obligatoirement compensables<sup>220</sup>.

---

<sup>217</sup> *Projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, préc. note 214*

<sup>218</sup> *Avis de l'AMF sur le Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, 12 février 2015 p.3*

<sup>219</sup> *Instruction Générale relative au Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, Chapitre 6, paragraphes 12 et 14.*

<sup>220</sup> *Projet de Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, publié le 12 février 2015, p.3, « Notre objectif consiste à harmoniser autant que possible la détermination des dérivés ou catégories de dérivés obligatoirement compensables dans l'ensemble du Canada. Cette détermination sera également en phase avec les normes internationales. »*

Le Comité des ACVM a décrit la structure des chambres de compensation et la réforme qui serait mise en place grâce aux documents de consultation. Nous allons maintenant étudier le modèle préconisé par le Comité des ACVM ainsi que le modèle retenu pour la détention des sûretés.

## **2.2. Le modèle de contrepartie centrale préconisé**

Différents modèles ont été pensés par le Comité des ACVM lors des premières consultations sur la réforme des dérivés de gré à gré, concernant le choix d'une contrepartie centrale<sup>221</sup>. Une des options envisagées fut l'établissement d'une contrepartie canadienne à catégorie d'actifs multiples. Cette solution permettrait d'éviter aux adhérents de déposer le collatéral chez différentes contreparties centrales non reliées. Il existe également la possibilité de se tourner vers une contrepartie centrale internationale avec catégories d'actifs multiples en l'absence d'une contrepartie centrale canadienne. Finalement, la troisième option envisagée serait une combinaison des deux dernières, c'est-à-dire, une chambre de compensation canadienne qui conclurait des accords avec d'autres chambres de compensation. Les positions seraient ainsi reliées entre elles, même chose pour les garanties, le collatéral. De façon claire, le Comité des ACVM a exprimé la volonté de se tourner vers la deuxième option, qui consiste à permettre aux participants du marché de se tourner vers des contreparties centrales internationales, en l'absence de contreparties centrales canadiennes<sup>222</sup>. Le projet de règlement

---

<sup>221</sup> *Document de consultation 91-401 des ACVM, sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, accessible au: <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 14 janvier 2011. p.24, « L'établissement d'une contrepartie centrale canadienne ne sera possible que si elle procure les avantages de la compensation multilatérale, ce qui suppose la participation massive des principaux participants au marché des dérivés. (...) Maximisation de l'efficacité: les organismes de réglementation s'interrogent sur l'opportunité d'établir une contrepartie centrale internationale pour chaque catégorie d'actif ou une contrepartie gérant plusieurs catégories d'actifs, afin de maximiser l'efficacité de la compensation.»

<sup>222</sup> *Id.*, p.28, (3.7. Recommandations).

94-101<sup>223</sup>, reprend deux définitions distinctes, de chambre de compensation réglementée soit a) au Québec, une personne reconnue ou dispensée de la reconnaissance à ce titre ou b) à l'extérieur du Québec, une entité reconnue ou dispensée de la reconnaissance dans son territoire. À cet égard, le comité des ACVM a publié le 27 novembre 2014 un avis de consultation du projet de règlement 34-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation et son projet d'instruction générale<sup>224</sup>. Ce projet de règlement vise à mettre en place un cadre unifié concernant les obligations à respecter par les chambres de compensation, ainsi que les formalités de demande de reconnaissance de ces dernières, inspiré des Principes pour les infrastructures de marchés financiers<sup>225</sup>.

Lors des premières consultations, des commentateurs ont souhaité la création d'une chambre de compensation canadienne, avec des arrangements avec d'autres chambres de compensation internationales<sup>226</sup>. Actuellement, le groupe TMX a parmi ses activités une chambre de compensation, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (la

---

<sup>223</sup> *Préc.* note 185, article 1

<sup>224</sup> *Avis de consultation, Projet de Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensations*, publié le 27 novembre 2014, fin de la consultation le 10 février 2015. *Projet d'Instruction Générale sur les obligations relatives aux chambres de compensation*.

<sup>225</sup> *Principes sur les infrastructures de marchés financiers*, publié par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, avril 2012.

<sup>226</sup> TMX Group, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3 disponible à l'adresse suivante: <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-tmx-group.pdf> (consulté le 17 juin 2015), AFME, SIFMA, ASIFMA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.5, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-global-fx-division-afme-sifma-asifma.pdf> (consulté le 17 juin 2015); TD Asset Management, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3 disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-td-asset-manag-inc.pdf> (consulté le 17 juin 2015); Portfolio Management Association of Canada, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.2 disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-portfolio-manag-asso-canada.pdf> (consulté le 17 juin 2015); Mouvement des Caisses Desjardins, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-mouvement-caisses-desjardins.pdf> (consulté le 17 juin 2015).

CDCC) qui offre des services de compensation par contrepartie centrale (par l'entremise du *Canadian Derivatives Clearing Service*) pour les produits dérivés négociés en bourse au Canada, mais elle a également élargi ses activités vers le marché hors cote<sup>227</sup>. D'autres entités offrent ce service, nommons le *Natural Gas Exchange* (toujours une filiale du groupe TMX), *The Options Clearing Corporation*, le Service de dépôt et de compensation CDS inc., LCH Clearnet Limited, et ICE Clear Canada etc.<sup>228</sup>

Voyons à présent le régime établi pour la ségrégation du collatéral et quelles nouvelles règles ont été mises en place pour assurer une plus grande sécurité des transactions sur dérivés de gré à gré.

#### **2.2.1.1. Les nouveaux liens contractuels**

Actuellement, les participants de ces chambres qui compensent les opérations de leurs clients sont des courtiers membres de l'OCRCVM<sup>229</sup>. Ces courtiers détiennent les actifs pour le nom de leurs clients et doivent contribuer au Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE). Dès les premières consultations, le Comité des ACVM posa le principe d'une obligation réglementaire consistant à détenir les biens affectés en garantie dans des comptes séparés<sup>230</sup>. Précisons qu'actuellement aucune réglementation n'oblige les courtiers à détenir les biens dans des comptes séparés, ils ont la faculté d'utiliser la trésorerie donnée en garantie aux contreparties à un contrat bilatéral comme source de financement sans restrictions. En cas de

---

<sup>227</sup> A noter que le *Canadian Derivatives Clearing Service* est assujettie à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* depuis le 30 avril 2012

<sup>228</sup> Voir le lien suivant: <http://www.lautorite.qc.ca/fr/chambres-compensation.html> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>229</sup> Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

<sup>230</sup> *Projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, préc. note 214*

faillite d'une contrepartie, les clients doivent s'en remettre aux lois sur la faillite et l'insolvabilité pour recouvrer leurs actifs. Ainsi, la partie XII de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité*<sup>231</sup> prévoit un régime de faillite spécial pour les maisons de courtage afin que l'argent et les titres de la maison de courtage faillie qui sont détenues par elle au nom des clients soient dévolus au syndic de la faillite, qui versera les fonds aux clients en proportion de leurs capitaux nets. En cas d'incapacité de compenser les pertes des clients et qu'il reste des actifs dans le patrimoine insolvable, ceux-ci seront distribués aux clients au prorata<sup>232</sup>. Le FCPE, fonctionnant conjointement avec l'OCRCVM et le syndic de faillite, offre une protection aux clients admissibles à concurrence d'une perte d'un million de dollars par compte<sup>233</sup>. Concernant les règles régissant le collatéral, nous savons qu'en pratique certaines contreparties signent un ISDA et dans certains cas une Annexe de Crédit (CSA), afin de régir les conditions applicables en cas de défaut d'une des contreparties.

Avec l'entrée en vigueur du Règlement 94-101<sup>234</sup>, les contreparties locales qui ne sont pas membre compensateur d'une chambre de compensation, à une opération qui souhaitent compenser leurs opérations devront conclure des accords avec des membres compensateurs, qui sont membres d'une chambre de compensation<sup>235</sup>.

---

<sup>231</sup> *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (L.R.C. (1985), ch. B-3

<sup>232</sup> *Projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, préc.*, note 214, page 9

<sup>233</sup> *Id.*; Principes de la garantie, FCPE: <http://www.cipf.ca/fr/Public/CIPFCoverage/CoveragePolicy.aspx> (consulté le 17 juin 2015). La perte doit résulter de « l'incapacité du membre de restituer au client les titres, soldes en espèces, contrats de marchandises, contrats à terme, placements dans des fonds distincts d'assureurs ou autres biens reçus, acquis ou détenus par le membre, ou dont ce dernier a le contrôle, pour le compte du client, y compris les biens convertis frauduleusement. »

<sup>234</sup> *Préc.* note 214

<sup>235</sup> *Instruction Générale relative au Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*, paragraphe 5, « Nous avons utilisé l'expression « fait soumettre » relativement à l'obligation d'une contrepartie locale qui n'est pas membre compensateur d'une chambre de compensation réglementée. La contrepartie locale devra prendre des dispositions avec un membre compensateur avant de conclure une opération. »

Aux États-Unis, les chambres de compensation (*derivatives clearing organization*) doivent déjà conclure des accords avec des membres compensateurs et se conformer aux exigences d'enregistrement auprès de la CFTC à titre de *Futures Commission Merchant*<sup>236</sup>. A leur tour, les membres compensateurs concluront un contrat avec le client, pour le compte duquel, il compensera les produits assujettis à l'exigence de compensation.

Pour offrir le service de compensation, la chambre conclura une série de liens contractuels avec des dépositaires et fournisseurs de services. Préalablement, la chambre de compensation aura un compte chez un dépositaire central de titres dans lesquels les titres seront détenus ou alternativement, elle pourra ouvrir un compte chez une banque dépositaire qui aura un compte chez un dépositaire central de titres, la relation sera donc indirecte<sup>237</sup>.

Quant aux documents à signer, la relation entre un client et un Futures Commission Merchant est généralement régie par trois documents. Le premier sera généralement un document de référence décrivant la relation entre les deux parties et leurs obligations

---

<sup>236</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, préc.*, note 124, Section 724, p.1682: “(1) REGISTRATION REQUIREMENT.—It shall be unlawful for any person to accept any money, securities, or property (or to extend any credit in lieu of money, securities, or property) from, for, or on behalf of a swaps customer to margin, guarantee, or secure a swap cleared by or through a derivatives clearing organization (including money, securities, or property accruing to the customer as the result of such a swap), unless the person shall have registered under this Act with the Commission as a futures commission merchant, and the registration shall not have expired nor been suspended nor revoked.

<sup>237</sup> *The interdependencies of payment and settlement systems*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Banque des règlements internationaux, juin 2008: « It is common for a Central Counterparty to establish a direct relationship for this purpose by opening an account with the Central Securities Depositories in which the securities are held in safekeeping. Alternatively, the Central Counterparty could open accounts with one or more custodian banks that are direct participants in the Central Securities Depositories, and consequently the relationship between a Central Counterparty and the associated Central Securities Depositories would be indirect. »; *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, préc.*, note 124, Section 721, p.1659: « The term Cleared Swap means any swap that is directly or indirectly, submitted to and cleared by a derivatives clearing organization registered with the Commission. »

respectives (*Futures and Options Agreement*). Les parties doivent également signer un Addendum, (*OTC Clearing Addendum*<sup>238</sup>). Ce document standardisé, par ailleurs, développé par le *Futures Industry Association* et l'ISDA contient un certain nombre de dispositions pour encadrer la compensation de swaps, notamment le traitement du collatéral, le calcul du close-out, la valeur de liquidation pour les opérations finalisées et enfin, les dispositions fiscales pour le traitement des opérations. Il est généralement négocié entre les parties selon les dispositions choisies. Enfin, les parties signent généralement un dernier document (*Cleared Derivatives Execution Agreement*), pour décrire les circonstances survenant en cas de non compensation d'une opération. Ce document<sup>239</sup> est également un contrat standardisé, développé par le *Futures Industry Association* et l'ISDA.

Au Québec, le modèle préconisé par le comité des ACVM est aussi la relation indirecte, où un agent doit s'interposer entre le client et la chambre de compensation, (modèle le plus courant) fut préféré pour des raisons de confidentialité des transactions et pour un meilleur accès vers des contreparties centrales internationales.

Il convient à présent de s'interroger sur le régime applicable face à ces nouveaux liens contractuels et si le risque de défaut d'un client affectera un autre client du membre compensateur ou si le risque de défaut est finalement transposé aux membres compensateurs ainsi qu'aux contreparties centrales.

---

<sup>238</sup> Le document est disponible à l'adresse suivante: <http://www.futuresindustry.org/downloads/FORM-OF-ADDENDUM-CLEARED-DERIVATIVES-TRANSACTIONS.pdf> (consulté le 17 juin 2015); Voir également, Davis Polk: *An Asset Manager's Guide to Swap Trading in the New Regulatory World*, (March 11, 2013), p.14., disponible à l'adresse suivante: [http://www.davispolk.com/files/Publication/3da4a30d-abe5-49a6-9363-01c2f424b433/Presentation/PublicationAttachment/061b111b-c2c6-4d21-b8e9-4d183b49161d/An\\_Asset\\_Managers\\_Guide\\_to\\_Swap\\_Trading.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/3da4a30d-abe5-49a6-9363-01c2f424b433/Presentation/PublicationAttachment/061b111b-c2c6-4d21-b8e9-4d183b49161d/An_Asset_Managers_Guide_to_Swap_Trading.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

<sup>239</sup> Voir l'exemple à la page suivante: [http://www.futuresindustry.org/downloads/ClearedDerivativesExecutionAgreement\\_June142001.pdf](http://www.futuresindustry.org/downloads/ClearedDerivativesExecutionAgreement_June142001.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

### **2.2.1.2. Les règles de séparation et de transférabilité du collatéral: vers une meilleure protection des clients?**

Depuis l'adoption de la Loi Dodd-Frank, un nouveau modèle a été adopté pour la détention et la ségrégation du collatéral. Nous savons que le collatéral déposé pour les fins de la compensation doit être détenu dans un compte ségrégué<sup>240</sup>. Avant l'entrée en vigueur de la réforme, les positions et le collatéral pouvaient être détenus dans un compte juridiquement et opérationnellement ségrégué chez le membre compensateur<sup>241</sup>. Toutefois, les fonds pouvaient être confondus entre les clients du membre compensateur. Ainsi, le client n'était pas protégé en cas de défaut d'un autre client, étant donné que la chambre de compensation pouvait prélever le collatéral d'un autre client en cas d'insuffisance des fonds. Nous allons maintenant examiner les nouvelles règles applicables concernant la séparation et la transférabilité du collatéral.

#### **2.2.1.2.1. Les règles prévues par la Loi Dodd-Frank**

La Loi Dodd-Frank a changé cela, puisque désormais les règles de ségrégation des actifs sont plus sévères. En effet, le collatéral ne peut en aucun cas servir à garantir les

---

<sup>240</sup> *Id.*, Section 724, p. 1683, " (A) SEGREGATION REQUIRED.—A futures commission merchant shall treat and deal with all money, securities, and property of any swaps customer received to margin, guarantee, or secure a swap cleared by or through a derivatives clearing organization (including money, securities, or property accruing to the swaps customer as the result of such a swap) as belonging to the swaps customer."

<sup>241</sup> CFTC Regulation 1.20, 17 C.F.R. § 1.20, (a), "All customer funds shall be separately accounted for and segregated as belonging to commodity or option customers." Disponible à l'adresse suivante: <http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/1.20> (consulté le 17 juin 2015). Il faut préciser que les fonds du membre compensateur et ceux des clients étaient séparés et qu'en cas de défaut du membre compensateur, le client était protégé puisque la chambre de compensation ne pouvait prélever les fonds chez les comptes des clients.

opérations d'un autre client ou être confondu avec les fonds du membre compensateur<sup>242</sup>. Il est intéressant de constater que cette règle de ségrégation s'applique au membre compensateur (*Futures Commission Merchant*), mais que le client peut toujours détenir un compte auprès de la Chambre de compensation (DCO), ou chez un dépositaire<sup>243</sup>. Dans tous les cas, la règle est claire, ni le membre compensateur, ni la chambre de compensation ne peuvent détenir ou utiliser ces fonds autrement que pour le compte du client<sup>244</sup>.

Par ailleurs, une règle a été prévue plus spécifiquement pour les swaps qui ne sont pas assujettis à l'obligation de compensation. Dans ce dernier cas, lorsqu'une partie à une opération (non visée par la réglementation) est un *swap dealer* ou un *major swap participant*, ce dernier doit notifier sa contrepartie qu'elle peut choisir l'option selon laquelle les fonds soient ségrégués par une tierce-partie, telle qu'une banque dépositaire, pour le compte de cette contrepartie<sup>245</sup>.

---

<sup>242</sup> *Id.* "“(B) COMMINGLING PROHIBITED.—Money, securities, and property of a swaps customer described in subparagraph (A) shall be separately accounted for and shall not be commingled with the funds of the futures commission merchant or be used to margin, secure, or guarantee any trades or contracts of any swaps customer or person other than the person for whom the same are held.”

<sup>243</sup> *Id.* "“(3) EXCEPTIONS.—“(A) USE OF FUNDS.—“(i) IN GENERAL.—Notwithstanding paragraph (2), money, securities, and property of swap customers of a futures commission merchant described in paragraph (2) may, for convenience, be commingled and deposited in the same account or accounts with any bank or trust company or with a derivatives clearing organization. “(ii) WITHDRAWAL.—Notwithstanding paragraph (2), such share of the money, securities, and property described in clause (i) as in the normal course of business shall be necessary to margin, guarantee, secure, transfer, adjust, or settle a cleared swap with a derivatives clearing organization, or with any member of the derivatives clearing organization, may be withdrawn and applied to such purposes, including the payment of commissions, brokerage, interest, taxes, storage, and other charges, lawfully accruing in connection with the cleared swap.

<sup>244</sup> *Id.*, ““(6) PROHIBITION.—It shall be unlawful for any person, including any derivatives clearing organization and any depository institution, that has received any money, securities, or property for deposit in a separate account or accounts as provided in paragraph (2) to hold, dispose of, or use any such money, securities, or property as belonging to the depositing futures commission merchant or any person other than the swaps customer of the futures commission merchant.”

<sup>245</sup> *Id.*, ““(1) SEGREGATION OF ASSETS HELD AS COLLATERAL IN UNCLEARED SWAP TRANSACTIONS.—“(A) NOTIFICATION.—A swap dealer or major swap participant shall be required to notify the counterparty of the swap dealer or major swap participant at the beginning of a swap transaction that the counterparty has the right to require segregation of the funds or other property supplied to margin, guarantee, or secure the obligations of the counterparty.

---

Cette option est prévue lorsqu'est requis le versement d'un dépôt pour la marge initiale mais n'est pas applicable pour la marge de variation.

Quant au choix du membre compensateur, les contreparties peuvent contracter avec plusieurs membres compensateurs, dans ce cas, il est préférable que le collatéral soit dans un compte détenu par un tiers pour la portabilité des positions.

Le collatéral doit être déposé conformément à la directive *Legally Segregated, Operationally Commingled* (ci-après « la règle LSOC<sup>246</sup>»). Cette règle a pour vocation de protéger les clients non défaillants d'un membre compensateur des pertes encourues des autres clients défaillants. Plus spécifiquement, elle vise à protéger les clients en cas de pertes encourues par un membre compensateur résultant du défaut de l'un de ses clients<sup>247</sup>. Il convient de préciser que la chambre de compensation et le membre compensateur peuvent, opérationnellement parlant, déposer le collatéral dans un compte commun à tous les clients mais que d'un point de vue juridique, le collatéral est ségrégué entre tous les clients et il n'est plus possible d'utiliser le collatéral d'un client pour le bénéfice d'un autre.

---

<sup>246</sup> CFTC, Final Rule, 77 Fed. Reg. 6336, p.36. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-1033a.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>247</sup> *Id.*, § 22.11 Information To Be Provided Regarding Customers and Their Cleared Swaps, « Each derivatives clearing organization receiving Cleared Swaps Customer Collateral from a futures commission merchant shall treat the value of collateral required with respect to the portfolio of rights and obligations arising out of the Cleared Swaps intermediated for each Cleared Swaps Customer as belonging to such customer, and such amount shall not be used to margin, guarantee, or secure the Cleared Swaps or other obligations of the futures commission merchant or of any other Cleared Swaps Customer or Customer.» (nos soulignements). Ce principe est également appelé fellow-customer risk, voir Skadden, CFTC adopts Final Rules Governing Protection of Cleared Swaps Customer Contracts and Collateral, 7 février 2012, disponible à l'adresse suivante: [http://www.skadden.com/newsletters/CFTC\\_Adopts\\_Final\\_Rules\\_Governing\\_Protection\\_of\\_Cleared\\_Swaps\\_Customer\\_Contracts.pdf](http://www.skadden.com/newsletters/CFTC_Adopts_Final_Rules_Governing_Protection_of_Cleared_Swaps_Customer_Contracts.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

Ces règles prévoient également la possibilité pour les clients de détenir le collatéral dans un compte ségrégué, chez un tiers, ou un dépositaire. Ce type de compte peut, encore une fois, faciliter la portabilité des positions en cas de transfert et autres avantages. La portabilité des positions est un aspect important, puisqu'en cas de défaut du membre compensateur (et non de ses clients), l'on souhaiterait que les positions puissent être transférées chez un autre membre compensateur<sup>248</sup>.

Avec ces nouvelles règles, il est prévu que dans des conditions de marché extrêmes, lorsqu'un membre compensateur fait défaut et que le client est également en défaut de ses paiements (le cas du double défaut), la chambre de compensation va transférer les positions vers un autre membre compensateur. Ainsi, la chambre de compensation établira un calcul et liquidera les positions. Dans l'éventualité où les pertes ne pourraient être entièrement prises en compte par la chambre de compensation, les clients du membre compensateur vont se partager au pro rata le collatéral restant, selon les règles en matière de faillite<sup>249</sup>.

---

<sup>248</sup> DLA Piper, « CFTC final rule adopts LSOC model for cleared swaps collateral », 8 février 2012. (disponible à l'adresse suivante: <http://www.dlapiper.com/cftc-final-rule-adopts-lsoc-model-for-cleared-swaps-collateral/>) (consulté le 17 juin 2015)

<sup>249</sup> Davis Polk, « CFTC Adopts Final Rule on Protection of Cleared Swap Customer Collateral », January 23, 2012, p.4

#### **2.2.1.2.2. Le modèle adopté par le comité des ACVM pour la ségrégation du collatéral s'inscrit-il dans le courant adopté par la CFTC et la LSOC Rule?**

La Loi Dodd-Frank a modifié les règles applicables à la faillite et l'insolvabilité. Le Comité des ACVM devra à son tour réformer le statut des garanties déposées par les membres compensateurs, et leur traitement en cas de défaut d'un membre compensateur. En effet, l'objectif par la nouvelle réglementation n'est pas de diriger les participants du marché vers un nouveau nid de risques.

Actuellement, La *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*<sup>250</sup> contient des dispositions permettant aux contreparties centrales de compensation et de règlement de se soustraire à la faillite et de faire en sorte que la garantie déposée par client ne devienne pas la propriété du membre compensateur. Ces dispositions devront être adaptées aux produits dérivés de gré à gré.

Nous avons déjà décrit le modèle, finalement retenu par la CFTC<sup>251</sup>, voyons à présent le modèle de séparation des positions et garanties des clients qui ont été envisagés par le Comité des ACVM. Dans le document de consultation 91-404 du Comité des ACVM sur la

---

<sup>250</sup> *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, L.C. 1996, ch.6. art. 13 et 13.1. Voir à ce sujet la *Loi sur les liquidations et les restructurations*, L.R.C. (1985), ch. W-11 pour la définition de contrats financiers admissibles et le Règlement sur les contrats financiers admissibles (*Loi sur les liquidations et les restructurations*), DORS/2007-258

<sup>251</sup> *Legally Segregated, Operationally Commingled rule*, ("LSOC Rule"), 77 Fed. Reg. 6336 (Feb. 7, 2012)

séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré<sup>252</sup>, divers modèles sont élaborés. Le Comité des ACVM se tourna plutôt vers le modèle de séparation juridique complète. Voyons si ce modèle a des points en commun avec le modèle *Legally Segregated, Operationally Commingled, LSOC Rule*.

Un projet de règlement distinct a été publié par le comité des ACVM sur les règles applicables en matière de séparation et de transférabilité: le modèle de règlement provincial - Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients (ci-après le « Modèle de Règlement<sup>253</sup>») et son modèle d'indications interprétatives (ci-après les « Indications Interprétatives<sup>254</sup>»). Ces règles ont pour objectif de protéger les clients en cas de défaillance ou d'insolvabilité d'un participant.

Le Modèle de Règlement apporte un changement drastique aux pratiques actuelles, car les sûretés doivent être détenues auprès d'un dépositaire autorisé<sup>255</sup>. Ainsi, d'après les nouvelles règles, les intermédiaires en valeurs mobilières ne pourront détenir les sûretés pour le compte de leurs clients car ils ne se qualifient pas de dépositaires autorisés<sup>256</sup>.

---

<sup>252</sup> Document de consultation 91-404 des ACVM, sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada, accessible au: [http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/commentaires\\_91-404/cmhc-91-404\\_fr.pdf](http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/commentaires_91-404/cmhc-91-404_fr.pdf) (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 10 avril 2012

<sup>253</sup> *Avis 91-304 du personnel des ACVM*. Modèle de règlement provincial, Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients, publié le 16 janvier 2014 (fin de la consultation: 19 mars 2014); Modèle d'indications interprétatives relatives au Modèle de règlement provincial - Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients, ci-après les "Indications Interprétatives"

<sup>254</sup> Modèle d'indications interprétatives relatives au Modèle de règlement provincial - Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients, AMF, publié le 16 janvier 2014

<sup>255</sup> *Id.*, article 4

<sup>256</sup> Un dépositaire autorisé est défini à l'article 1 du Projet de Règlement provincial

---

Le comité des ACVM a retenu un modèle inspiré par la LSOC, c'est-à-dire que le Modèle de Règlement interdit à un intermédiaire compensateur, un membre compensateur une agence de compensation d'utiliser les sûretés d'un client afin i) de couvrir, garantir, régler ou ajuster les produits dérivés compensés d'une personne ou d'une compagnie, autre que ce client, ii) garantir ou consentir du crédit à une personne ou à une compagnie, autre que ce client. Le Modèle de Règlement interdit également d'utiliser les sûretés afin de grever d'un privilège ou d'une créance les positions d'un client ou les sûretés du client ni permettre qu'elles soient ainsi grevées sauf s'il s'agit d'une créance résultant d'un produit dérivés compensé dans le compte du client en faveur soit du client lui-même, soit du membre compensateur, de l'intermédiaire compensateur ou de l'agence de compensation qui a effectué la compensation des produits dérivés compensés du client<sup>257</sup>. Nous pouvons constater que le modèle de ségrégation physique n'a pas été retenu par le Comité des ACVM mais plutôt la séparation et la ségrégation juridique puisque chaque sûreté doit être inscrite au nom du client, auprès du membre compensateur et de la chambre de compensation. Notons également que la réutilisation du collatéral est donc limitée et un membre compensateur ne peut réutiliser la marge excédentaire qu'il détient. Toutefois, le membre compensateur peut par exemple, offrir des services de transformation des sûretés à ses clients et remettre à l'agence de compensation des titres de la même valeur<sup>258</sup>.

Ce nouveau mécanisme déclenche quelques questionnements notamment sur les sûretés pouvant être admises par les chambres de compensation, en effet, les chambres de compensation pourraient exiger des membres compensateurs ou des clients une sûreté de premier ordre sur des espèces. Or, la réglementation actuellement en vigueur au Québec ne permet pas d'obtenir la prise de sûretés sur des espèces par l'entreprise de la maîtrise<sup>259</sup>,

---

<sup>257</sup> *Id.*, article 8

<sup>258</sup> Indications Interprétatives, article 4 paragraphe 5.

<sup>259</sup> *Code Civil du Québec, préc.*, note 191, articles 2714 et suivants, (à contrario)

comme c'est le cas aux États-Unis<sup>260</sup> et en Europe<sup>261</sup>. En vertu de la législation applicable au Québec<sup>262</sup>, les parties ne peuvent rendre opposable une sûreté grevant des espèces par maîtrise de la sûreté, octroyée par un participant du marché au Québec. Les parties souhaitant réaliser la sûreté chez le dépositaire risquent un reclassement de la sûreté car les espèces sont détenues au nom du client. Il nous semble que l'obligation prévue par le Modèle de Règlement et l'exigence que toutes les sûretés soient détenues dans un compte séparé qui indique le nom du client ou qui montre que le compte de client est séparé pour un ou plusieurs clients et indique que les biens qui y sont détenus constituent une sûreté du client<sup>263</sup> renforce cette affirmation. Le membre compensateur ou l'agence de compensation court donc le risques de la qualification de sûreté du client<sup>264</sup> (nos soulignements), et de compromettre le statut d'une sûreté constituée d'espèces et la possibilité pour les membres compensateurs ou les agences de compensation de réaliser la sûreté en cas de défaut.

La chambre de compensation ne pourra obtenir une sûreté sur des espèces qu'en obtenant une hypothèque sur créances et en publiant l'hypothèque au registre des droits personnels et réels mobiliers<sup>265</sup>. Il convient également de souligner qu'une pratique s'est mise en place consistant à recourir au mécanisme de transfert absolu et de droit de compensation pour rendre prioritaire une sûreté grevant des espèces.

---

<sup>260</sup> *Uniform Commercial Code*, official text and comments, 2014, article 9

<sup>261</sup> *Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil, 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière*, publié. au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juin 2002

<sup>262</sup> A noter que les lois sur les sûretés mobilières des autres provinces canadiennes ont des règles similaires

<sup>263</sup> *Id.*, article 4(3)b) du Modèle de Règlement

<sup>264</sup> Indications Interprétatives, article 3, alinéa 2, "(...) quelle que soit la convention juridique applicable aux sûretés de client remises à un membre compensateur, celui-ci doit considérer toute sûreté de client qu'il détient comme appartenant au client."

<sup>265</sup> *Code civil du Québec, préc.*, note 191, article 2663 et 2938 et suivants

---

Il nous semble que les lois provinciales sur les sûretés mobilières devront également être adaptées. Une adaptation nécessaire étant donné que la législation américaine et européenne permettent l'opposabilité par maîtrise des sûretés en espèces et que les chambres de compensation étrangères pourraient imposer des sûretés additionnelles ou des coûts supplémentaires aux clients canadiens. À cet effet, il est utile de mentionner que les règles canadiennes s'appliquent même en présence d'une partie contractante étrangère car le territoire compétent est le siège social de la partie fournissant la garantie.

Un des objectifs du Modèle de Règlement est de mettre en place des mécanismes afin de protéger les sûretés des clients en cas de défaillance d'un membre compensateur ou de l'intermédiaire compensateur. Toutefois, il existe une certaine incertitude quant à l'application des règles en matière de faillite et d'insolvabilité<sup>266</sup>. Par exemple, la manière dont pourrait être traitée la sûreté détenue pour le compte du client en cas d'insolvabilité du membre compensateur même si la sûreté est séparée conformément au règlement. C'est notamment le cas lorsque le membre compensateur transfère la sûreté dans un compte de client au nom du client mais devient failli avant que le transfert n'ait eu lieu auprès de l'agence de compensation. Ces sûretés pourraient en effet être considérées comme des biens du patrimoine du membre compensateur ou de l'intermédiaire compensateur insolvable. Les lois sur la faillite<sup>267</sup> trouveraient ainsi application et le client ne disposerait plus que d'une créance non garantie à l'encontre du membre compensateur pour le remboursement de la sûreté.

---

<sup>266</sup> Un rapport du comité des dérivés de l'Institut d'Insolvabilité du Canada a été publié à ce sujet, le 14 novembre 2013. Disponible à l'adresse suivante:  
[http://www.insolvency.ca/en/iicresources/resources/IIC\\_Derivatives\\_Task\\_Force\\_Report\\_November\\_2013.pdf](http://www.insolvency.ca/en/iicresources/resources/IIC_Derivatives_Task_Force_Report_November_2013.pdf)  
(consulté le 17 juin 2015)

<sup>267</sup> *Loi sur les liquidations et les restructurations* (L.R.C. (1985), ch. W-11), la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (L.R.C. (1985), ch. B-3) et la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (L.R.C.(1985), ch. C-36).

Le Modèle de Règlement prévoit l'obligation par le membre compensateur de conserver en tout temps<sup>268</sup>, dans un ou plusieurs comptes de clients des biens dont la valeur correspond au moins au total de la sûreté requise par l'agence de compensation de produits dérivés pour les produits dérivés compensés de ses clients<sup>269</sup>. La CFTC avait adopté une règle similaire mais a abandonné l'exigence de conserver en tout temps et de façon continue mais plutôt de calculer la marge de déficit une fois par jour<sup>270</sup>. Cette disposition du Modèle de Règlement ne semble pas en ligne avec les pratiques du marché qui consistent pour les agences de compensation à effectuer un prélèvement automatique auprès des membres compensateurs, au début de chaque jour si le compte client est déficitaire. La CFTC par ailleurs assoupli ces règles à cet effet.

Se pose à présent la question des risques, en effet, l'objectif principal visé par ces nouvelles règles est de diminuer le risque de défaillance, nous pouvons toutefois nous questionner sur le fait que ces nouvelles règles viennent ajouter des parties à la chaîne de liens contractuels. A présent, les contreparties ne doivent pas seulement assumer le risque de crédit de la contrepartie, mais également le risque de crédit du membre compensateur, ainsi que celui de la chambre de compensation.

### **2.3. Les chambres de compensation étrangères, le risque systémique et la stabilité du système**

Lors des premières consultations, les commentateurs ont exprimé leurs inquiétudes face

---

<sup>268</sup> nos soulignements

<sup>269</sup> *Id.*, article 6

<sup>270</sup> CFTC Final Rule, Enhancing Protections Afforded Customers and Customer Funds Held by Futures Commission Merchants and Derivatives Clearing Organizations, 78 Fed. Reg. 68,605 (Nov. 14, 2013); CFTC Regulation 1.22(c)(2), 17 C.F.R. § 1.22(c)(2).

à la mise en place d'une contrepartie centrale locale et la nécessité de faire compenser les instruments financiers par elle, qui ne serait pas une avenue souhaitable, étant donné qu'il y aurait prolifération de chambres de compensations, ce qui diminuerait l'efficacité du marché et entraînerait des coûts déraisonnables<sup>271</sup>. Par ailleurs, par cette nouvelle réforme des produits dérivés de gré à gré, il est envisagé une surveillance des chambres de compensation par les autorités canadiennes, la Banque du Canada (qui est responsable de la surveillance des chambres de compensation aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*<sup>272</sup>) ainsi que par les commissions de valeurs mobilières des provinces. Toutefois, lorsque les participants du marché contracteront avec des entités situées à l'extérieur du Canada et la capacité de surveillance des autorités canadiennes sera donc plus limitée. Les chambres de compensation devront développer des mécanismes en matière de risques, afin d'être en mesure de transférer les positions des clients et de réaliser les sûretés conformément aux règles de compensation. Dans la présente section, nous explorerons les mécanismes de reconnaissance des chambres de compensation ainsi que la régulation du risque systémique eu égard au nouveau rôle de ces chambres de compensation.

### **2.3.1. Vers un mécanisme de reconnaissance des chambres de compensation ?**

Les gestionnaires d'actifs<sup>273</sup>, ont commenté la mise en place d'accords avec un membre compensateur, qui génèrera probablement des coûts opérationnels très élevés. La mise en place de la compensation obligatoire avec des entités situées à l'extérieur du Canada aura également

---

<sup>271</sup> AFME, SIFMA, ASIFMA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.5, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-global-fx-division-afme-sifma-asifma.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>272</sup> *Préc.*, note 251

<sup>273</sup> Fidelity Investment, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.2, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/comment-fidelity-invest-canada-ulc.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

pour effet d'exiger du collatéral libellé dans une devise étrangère et des coûts opérationnels importants qui y sont reliés.

A l'heure actuelle, les régulateurs européens ont déjà engagé un processus de reconnaissance des contreparties centrales établies à l'extérieur de l'Union européenne pour la prestation de services auprès des contreparties centrales assujetties au Règlement EMIR<sup>274</sup>. Il est prévu qu'une contrepartie centrale établie dans un pays tiers, et souhaitant fournir des activités de compensation dans l'Union européenne doive conclure un accord d'interopérabilité avec une contrepartie centrale<sup>275</sup>. Dans le cadre de la mise en place de ces accords d'interopérabilité, les autorités nationales compétentes doivent vérifier la documentation régissant l'accord d'interopérabilité conclu entre les chambres de compensation. Cette documentation prévoit notamment la révision du modèle de gestion des risques, des critères d'adhésion des membres et les modalités de dépôt des garanties financières (le collatéral) et les modalités de transfert des positions lorsqu'une contrepartie centrale est défaillante. Ces accords d'interopérabilité joueraient un rôle décisif vers un système plus compétitif et consolidé des chambres de compensation<sup>276</sup>. D'autres commentateurs sont plutôt d'avis que les accords d'interopérabilité favorisent la concentration du risque entre les mains de quelques chambres de compensation en centralisant sur une plateforme unique tous les marchés

---

<sup>274</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA) *Guidelines and Recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements*, Final Report. Disponible à l'adresse suivante: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323\\_annex\\_1\\_esma\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_interoperability.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323_annex_1_esma_final_report_on_guidelines_on_interoperability.pdf) (consulté le 17 juin 2015); article 54(4) du Règlement EMIR.

<sup>275</sup> *Règlement UE, N° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, article 51. Voir également Orientations visant la mise en place d'évaluations cohérentes, efficaces et effectives des accords d'interopérabilité, ESMA, 2013/322, 10 juin 2013; Practical guidance for the recognition of Third Country CCPs by ESMA, 18 juin 2013, disponible à l'adresse suivante: [http://www.esma.europa.eu/system/files/tc-ccp\\_applications\\_updated\\_20130618.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/tc-ccp_applications_updated_20130618.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

<sup>276</sup> Ruth Wandhöfer, *Transaction Banking and the Impact of Regulatory Change, Basel III and Other Challenges for the Global Economy*, 2014, Hampshire, Palgrave Macmillan, p.27

existants (marché à terme, change, actions, etc.) et de ce fait visent à accroître le risque systémique<sup>277</sup>.

Au Québec, le projet de règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation<sup>278</sup> viendra remplacer le règlement 24-503 sur les obligations relatives aux chambres de compensation, dépositaires centraux de titres et systèmes de règlement. Essentiellement, ce règlement a pour objectif de s'assurer des principes qui devront être respectés par les chambres de compensation souhaitant être reconnues par les autorités en valeurs mobilières des provinces. Certains commentaires du projet de règlement 24-102<sup>279</sup> ont trait au respect du règlement par les entités établies à l'étranger et l'approche retenue en matière d'équivalence et de reconnaissance mutuelle<sup>280</sup>. En effet, contrairement au Règlement EMIR, un mécanisme similaire aux accords d'interopérabilité n'a pas été retenu. Le Comité des ACVM a adopté une approche intéressante combinant flexibilité et transparence en publiant une liste de principes et de considérations à l'annexe A (essentiellement repris du rapport sur les Principes pour les infrastructures de marchés financiers<sup>281</sup>), énumérant les normes auxquelles doivent se conformer les chambres de compensation retenues<sup>282</sup>. A cela, s'ajoutent des exigences additionnelles prévues aux articles 2.2, 2.5 et au chapitre 4 (les « Exigences Additionnelles »). Le comité des ACVM peut également s'en remettre au mécanisme de dispense des obligations prévues par le projet de règlement 24-102. Le Comité des ACVM, en

---

<sup>277</sup> Elliott Holley, « CCP "contagion" fears spark derivatives debate », 13 November 2014, banking technology: « the whole of one asset class in one CCP would far outweigh the interoperability of one product. Bringing together cash equities, equity derivatives, OTC derivatives and securities lending activities on a single platform would increase the advantages further, he added. » Disponible à l'adresse suivante: <http://www.bankingtech.com/262741/ccp-contagion-fears-spark-derivatives-debate/> (consulté le 17 juin 2015)

<sup>278</sup> *Préc.*, note 225

<sup>279</sup> *Préc.*, note 225

<sup>280</sup> LCH Clearnet, réponse à l'avis de consultation 24-102. envoyé le 10 février 2015, page 3

<sup>281</sup> *Préc.*, note 225

<sup>282</sup> *Préc.*, note 225, article 3.1., Annexe A.

réponse à l'avis de consultation du projet de règlement 24-102 a répondu que les chambres de compensation reconnues exerçant leurs activités au Québec, devront se conformer aux exigences prévues à l'annexe A et que les chambres de compensation exerçant leurs activités à l'étranger pourront être dispensées de l'application du règlement sauf si elles sont d'importance systémique pour les marchés financiers canadiens<sup>283</sup>. Par ailleurs, la dispense pourra également être accordée en faveur des chambres de compensation étrangères qui se heurterait à une incompatibilité entre d'une part, les Exigences Additionnelles et d'autre part, la décision de reconnaissance. Certains commentateurs<sup>284</sup> ont relevé que cette approche créerait un terrain de jeu inégal (*unlevel playing field*) entre les contreparties centrales étrangères et les contreparties centrales canadiennes et de ce fait, créerait une forme d'arbitrage réglementaire, puisque les contreparties centrales établies au Canada seraient assujetties à des exigences ou standards plus élevés. À la lumière des accords existant entre les membres compensateurs de l'Union Européenne et les contreparties centrales établies dans les pays tiers, ainsi que les efforts d'harmonisation des principes régissant les infrastructures des marchés, il nous semble que les chambres de compensation établies à l'étranger ne sont pas moins régulées et il nous semble important que le comité des ACVM puisse employer sa discrétion pour octroyer des dispenses aux contreparties centrales assujetties à des obligations équivalentes aux contreparties centrales canadiennes afin de donner aux participants du marché un meilleur accès à des contreparties centrales.

---

<sup>283</sup> *Préc.*, note 225, Annexe A, Résumé des commentaires sur le projet de Règlement 24-503 sur les obligations relatives aux chambres de compensation, dépositaires centraux de titres et systèmes de règlement et sur le projet d'instruction générale connexe, et réponses générales des ACVM, Obligations à respecter conformément à certaines conditions existantes, p.2:"(...) le chapitre 3 du règlement (...) met en œuvre les normes/PIMF, s'appliquera aux chambres de compensation reconnues. De façon générale, les chambres de compensation étrangères qui exercent des activités au Canada en seraient dispensées. Le chapitre 3 du règlement s'appliquera à toute entité étrangère que nous reconnaissons à titre de chambre de compensation parce que, par exemple, nous jugeons qu'elle est d'importance systémique pour nos marchés financiers. (...)

<sup>284</sup> TMX, réponse à l'avis de consultation du projet de règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation, 13 février 2015.

Au demeurant, il nous semble qu'un mécanisme d'interopérabilité entre les chambres de compensation aurait été souhaitable afin de permettre aux participants du marché des dérivés de gré à gré canadiens de faciliter l'accès aux chambres de compensation et de diminuer la valeur des dépôts de marge obligatoires car en présence de multiples chambres de compensation non connectées entre elles, ces dépôts seront plus élevés. Le mécanisme de dispense mis en place dans le projet de règlement 24-102 ne semble pas résoudre toutes les questions soulevées par l'opérabilité des chambres de compensation.

Voyons à présent les nouveaux paradigmes du risque systémique eu égard au rôle accru des chambres de compensation.

### **2.3.2. Le risque systémique face au rôle accru des chambres de compensation**

Dans la première partie de notre étude, nous avons décrit les différents facteurs du risque systémique, auxquels font face les acteurs du système financier et nous avons évoqué la procyclicité du système économique<sup>285</sup>. Avant la réforme des produits dérivés de gré à gré, lorsque les contreparties concluaient des accords bilatéraux et que la compensation était opérée de façon bilatérale, le collatéral pouvait être en proie à une décote en raison de la volatilité ou de l'illiquidité des actifs sous-jacents lors des périodes de tensions<sup>286</sup>. Le recours à la compensation par contrepartie centrale viendra certainement pallier à ce facteur de risque étant donné que le collatéral sera déposé et qu'une marge initiale sera également exigée, le risque de décote sera donc moins élevé. Les chambres de compensation pourront certainement contribuer à réduire la procyclicité mais elles devront également faire face aux risques de

---

<sup>285</sup> Voir Infra, 1.2.1.1. Le risque systémique

<sup>286</sup> Banque du Canada, Revue du système financier, Nikil CHANDE, Nicholas LABELLE et Eric TUER, « Les contreparties centrales et le risque systémique », Décembre 2010

recouvrement des garanties auprès des membres compensateurs et donc prévoir des mécanismes de gestion des risques efficaces.

Nul doute existe à l'effet que la nécessité de faire compenser les produits dérivés de gré à gré favorisera une concentration des risques chez les chambres de compensation et c'est donc à ce titre que le Comité des ACVM s'est positionné afin de s'assurer que les chambres de compensation soient dotées de mécanismes de contrôle des risques et puissent faire l'objet d'une surveillance rigoureuse.

Dans les principes à respecter par les chambres de compensation reconnues, prévus à l'annexe A du projet de règlement 24-102, il est indiqué que la chambre de compensation reconnue doit être « dotée d'un solide cadre de gestion des risques lui permettant de gérer intégralement les risques juridique, de crédit, de liquidité et opérationnel ainsi que tout autre risque. »<sup>287</sup> La gestion des risques est décrite de façon très large et libérale, incluant les risques importants que d'autres entités lui font courir mais aussi les risques que la chambre de compensation fait courir à d'autres entités (autres chambres de compensation, systèmes de paiement, référentiels centraux, banques de règlement, fournisseurs de services) en raison d'interdépendances. Le projet de règlement 24-102 prévoit également que la chambre de compensation doit conserver des ressources financières suffisantes pour couvrir son exposition lorsqu'elle prend part à des activités de risque plus complexe ou qui est d'importance systémique dans plusieurs territoires et disposer de ressources financières pour faire face à une multitude de scénarios de crise possibles<sup>288</sup>. Nous remarquons que la surveillance des risques est en filigrane de la réglementation des chambres de compensation. Le risque systémique est le nouveau secteur dans la mire des autorités de régulation mondiales. Nous avons exposé

---

<sup>287</sup> *Préc.*, note 225, Annexe A, norme 3

<sup>288</sup> *Id.*, norme 4

quelques facteurs relatifs au risque systémique et la chaîne de propagation du risque systémique mais en définitive, nous croyons que l'élaboration de ces nouvelles normes et l'ambition de réguler ces nouveaux risques traduit peut-être une crise de la régulation, et surtout une volonté de créer un nouveau cadre normatif visant à réduire ou même à annuler les séparations existantes entre les marchés (standardisés, de gré à gré), les acteurs des marchés financiers et les frontières séparant les contreparties. Or ce nouveau cadre élaboré ne pourra véritablement fonctionner sans un mécanisme de surveillance adéquat des dynamiques des marchés des dérivés de gré à gré et notamment d'un organisme veillant à la coopération des institutions et l'analyse des marchés financiers et une surveillance globale des contreparties centrales. Il existe un consensus à l'effet qu'une supervision micro-prudentielle s'intéressant aux profils de risques individuels des entités entrant dans le champ de supervision des régulateurs ne permettra pas d'identifier le risque systémique<sup>289</sup>. Une supervision macro-prudentielle, un pouvoir de supervision systémique des chambres de compensation devrait être clairement défini mise sur pied à l'échelle internationale, afin de discerner les dynamiques d'accumulation des risques chez les contreparties, mais également l'analyse de la concurrence dans le secteur financier.

Une autre incertitude demeure, à savoir la portée des règles et à partir de quel moment un dérivé de gré à gré devient assujéti aux autorités en valeurs mobilières des provinces<sup>290</sup>? Les participants du marché pourront se trouver devant une situation de double régime. Nous allons à présent nous intéresser à la portée extraterritoriale de la réforme des dérivés de gré à gré.

---

<sup>289</sup> Jean-François LEPETIT, « Rapport sur le risque systémique », *préc.*, note 107, p.45

<sup>290</sup> ISDA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-intern-swaps-derivat-asso.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

## **2.4. Vers une multiplicité de régimes applicables aux contreparties locales et étrangères?**

Nous allons étudier la portée de certaines règles et les implications sur les contreparties, afin de déterminer si l'application des nouvelles règles relative aux dérivés de gré à gré peuvent conduire à des situations de conflit des règles et comment les autorités de réglementation ont envisagé de résoudre ces conflits ou l'application de régimes multiples à l'égard de contreparties établies sur des territoires différents.

### **2.4.1. L'effet extraterritorial des nouvelles règles applicables aux dérivés de gré à gré**

Dans la première partie de notre étude<sup>291</sup>, nous avons décrit la difficulté de définir le marché de dérivés de gré à gré qui n'a de lieu géographique ou de frontières et l'importance de définir les entités parties à l'entente et le lien contractuel entre les parties, la qualification des contreparties sera donc le point de départ de la réglementation des dérivés de gré à gré. Les obligations prévues par la réglementation des dérivés de gré à gré au Québec trouvent application lorsqu'une contrepartie est qualifiée de « contrepartie locale ». Ce concept diffère, selon que les obligations visées concernent la compensation ou la déclaration des données. Le projet de règlement 94-101<sup>292</sup> décrit les contreparties locales comme étant une partie à une opération, qui répond aux exigences suivantes: i) elle est constituée en vertu des lois du territoire intéressé, ii) elle a son siège dans le territoire intéressé, iii) elle a son établissement principal sur le territoire intéressé. Également, les entités du même groupe qu'une personne

---

<sup>291</sup> Voir 1.2.2. Le risque quant à la détermination juridique du concept de dérivé de gré à gré et du cadre juridique des transactions de dérivés de gré à gré

<sup>292</sup> *Projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, préc. note 214*

précédemment mentionnée est visée par la définition de contrepartie locale<sup>293</sup>. Les personnes se qualifiant sous la définition de contrepartie locale, ont l'obligation de soumettre l'opération de dérivé à une chambre de compensation. Cette définition diffère de la définition employée dans le règlement 91-507<sup>294</sup> sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés, qui a repris la même définition en incluant également dans sa définition la contrepartie qui est inscrite à titre de courtier en vertu de la *Loi sur les instruments dérivés* ou dans une autre catégorie du fait qu'elle effectue des opérations sur dérivés<sup>295</sup>. Ainsi, la définition prévue par le règlement 91-507 inclut un plus grand nombre de contreparties, soumises à l'obligation de déclaration de données sur les dérivés, car ces entités peuvent avoir leur siège ou établissement principal sur un territoire étranger.

La Loi Dodd-Frank quant à elle, s'applique dès qu'une contrepartie est une « personne des États-Unis » (*US Person*) qui s'entend comme une personne physique résidant aux États-Unis ou une entreprise incorporée ou ayant son principal lieu d'affaire aux États-Unis ou un patrimoine d'affectation d'une personne résidant aux États-Unis ou même un compte conjoint dans lequel le bénéficiaire est résident des États-Unis<sup>296</sup>. À noter qu'en principe, les

---

<sup>293</sup> *Id.*, article 1

<sup>294</sup> *Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés*, chapitre I-14.01, r.1.1) et le *Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés* (chapitre I-14.01, r.0.1)

<sup>295</sup> *Id.*

<sup>296</sup> *Interpretative Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations*, 78 Fed. Reg. 45292 (July 2013), the Commission will interpret the term "US Person" generally to include, but not limited to: (i) any natural person who is a resident of the United States; (ii) any estate of a decedent who was a resident of the United States at the time of death, (iii) any corporation, partnership, limited liability company, business or other trust, association, joint-stock company, fund or any form of enterprise similar to any of the foregoing, in each case that is organized or incorporated under the laws of a state or other jurisdiction in the United States or having its principal place of business in the United States (iv) any pension plan for the employees, officers or principals of a legal entity described in (iii) above, unless the pension plan is primarily for foreign employees of such entity; (v) Any trust governed by the laws of a state or other jurisdiction in the United States if a court within the United States is able to exercise primary supervision over the administration of the trust; (vi) any commodity pool, pooled account, investment fund or other collective investment vehicle that is not described in prong (iii) and that is majority-owned by one or more persons described in prong (i), (ii), (iii), (iv) or (v), except any commodity pool, pooled account, investment fund or other collective

succursales ou filiales étrangères des personnes des États-Unis sont réputées être incluses dans la définition de personnes des États-Unis<sup>297</sup>. Concernant les succursales et filiales des personnes ne se qualifiant pas de personnes des États-Unis, la proposition devra être nuancée, car si en principe elles ne sont pas incluses dans la définition, la CFTC et la SEC ont proposé des règles interprétatives et évaluent plusieurs critères avant de déterminer de façon définitive si la succursale étrangère est exclue de la définition de personne des États-Unis. En effet, les dispositions de la Loi Dodd-Frank ne s'appliquent pas aux activités en dehors des États-Unis si elles ont un effet direct et significatif avec le commerce aux États-Unis ou ont pour effet de contrevenir aux dispositions prescrites par la CFTC ou de la SEC<sup>298</sup>. Les directives interprétatives de la CFTC<sup>299</sup> décrivent quelques critères pris en considération par la CFTC pour établir si la personne est une personne des États-Unis, notamment le degré de connexion entre les activités de dérivés swap ainsi que le commerce exercé sur le territoire des États-Unis, l'importance de la régulation par une autorité des États-Unis, la probabilité que l'inclusion de la personne dans la définition de l'interprétation d'une personne des États-Unis mène à des conflits entre les régulateurs et les considérations du comité international<sup>300</sup>. La SEC a également adopté des règles interprétatives<sup>301</sup> qui s'alignent sur l'approche adoptée par la CFTC pour les contreparties conduisant des activités à l'extérieur des États-Unis, toutefois, la définition de personne des États-Unis est plus restreinte que la définition retenue par la

---

investment vehicle that is publicly offered only to non-US persons and not offered to US persons (vii) any legal entity (...) that is directly or indirectly majority owned by one or more persons described [above] (viii) any individual account or joint account (discretionary or not) where the beneficial owner (or one of the beneficial owners in the case of a joint account) is a person described [above]. Any person not listed in (i) to (v) above is a "non-U.S. person" for purposes of this Final Order."

<sup>297</sup> *Id.*, 45315 "Accordingly, the Commission declines to recognize foreign branches of U.S. persons separately from their U.S. principals for purposes of the Dodd-Frank swap provisions (...)

<sup>298</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, préc.*, note 124, section 772 d) i) et 772 (c)

<sup>299</sup> *Interpretative Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations, préc.*, note 297, 45316.

<sup>300</sup> *Id.*, 45,316; Patrick S. KENADJIAN, Annette L. NAZARETH, Gabriel D. ROSENBERG, A Practitioner's Guide to the Regulation of Investment Banking, chapter 9, *The Cross-border Impact of the Dodd-Frank Act*, 3<sup>rd</sup> Ed. (2013), p.295-296

<sup>301</sup> *Securities Exchange Act Release No. 72472* (June 25, 2014), 79 Fed. Reg. 39068 (July 9, 2014)

---

CFTC. A titre d'exemple, la définition de personne des États-Unis adoptée par la SEC ne comprend pas les véhicules de placement collectif dont seul le bénéficiaire économique est une personne des États-Unis ou les personnes morales détenues directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes des États-Unis jouissant de la responsabilité illimitée<sup>302</sup>. Par ailleurs, la SEC n'a pas retenu l'approche de la CFTC tendant à déterminer si les dispositions du chapitre VII de la Loi Dodd-Frank s'appliquent à une personne par la méthode de la qualification de la contrepartie. Les règles interprétatives de la SEC<sup>303</sup> prennent également en compte la localisation des activités de la contrepartie et de ses agents. Dans le cas des véhicules de placement collectifs, la SEC propose plutôt une approche consistant à vérifier le lieu principal des affaires du véhicule plutôt que l'identité du bénéficiaire économique à savoir si elle est une personne des États-Unis. La logique de la SEC est que dans le cas d'un véhicule de placement dont seul le bénéficiaire économique est une personne des États-Unis, le risque serait trop limité à l'égard des investisseurs aux États-Unis et ne justifie pas la prise en compte de ces véhicules comme personne des États-Unis.

À la lecture des directives interprétatives de la CFTC et de la SEC, nous pouvons constater que les pouvoirs dévolus à ces deux autorités de régulation sont larges et que les contreparties canadiennes avec des activités ayant un effet direct et significatif avec le commerce aux États-Unis pourront être contraintes de se conformer aux obligations prévues par la Loi Dodd-Frank. Par ailleurs, il est à noter que la définition employée dans le règlement 91-507 d'une contrepartie locale pourra s'appliquer à des courtiers étrangers qui seront tenus de déclarer les opérations en vertu du règlement et que le risque de double déclaration est

---

<sup>302</sup> SEC Adopts Final Rules and Guidance Regarding the Cross-Border Application of "Security-Based Swap Dealer" and "Major Security-Based Swap Participant" Definitions, Morrison, Foerster, Client alert, July 3rd 2014, page 2; SEC Adopts Final Rules Regarding the Application of the "Security-Based Swap Dealer" and "Major Security-Based Swap Participant" Definitions to Cross-Border Security-Based Swap Activities, Alert Memorandum, Cleary Gottlieb, June 30, 2014, page 5.

<sup>303</sup> *Securities Exchange Act Release No. 72472* (June 25, 2014), 79 Fed. Reg. 39068 (July 9, 2014), *préc.*, note 302

prévisible. Une transaction pourra donc être répertoriée dans deux juridictions lorsqu'elle a été conclue entre une contrepartie locale et une contrepartie étrangère.

Concernant les obligations liées à la compensation par contrepartie centrale, la question du double régime demeure ouverte. Une entreprise, constituée en vertu des lois d'un pays membre de l'Union européenne concluant des contrats de dérivés de gré à gré pourrait bénéficier de certaines dispenses, notamment la dispense *De minimis*, prévue par la Loi Dodd-Frank ou par le Règlement EMIR, en vertu de laquelle, une entité est dispensée de l'obligation de compenser les transactions de dérivés de gré à gré en raison du seuil de transactions totalisées par la contrepartie. Une telle dispense n'est pas prévue par les règlements du Comité des ACVM. La question se pose donc, si une entité, devra se conformer à l'obligation de compensation? Dans le projet de règlement 91-101, le Comité des ACVM a expliqué son intention d'adopter le principe de l'application de la règle la plus stricte. Ainsi, en cas de divergences transfrontalières, et lorsqu'une partie étrangère effectue avec une contrepartie locale une opération sur un dérivé assujéti à la compensation obligatoire, l'opération devra être compensée même si une dispense est ouverte dans le territoire de la partie étrangère<sup>304</sup>. Le comité des ACVM devra préciser les règles applicables en matière de coopération et de double régime. En définitive, nous croyons que les autorités de régulation devront s'assurer d'identifier quelle entité se substituera ainsi, qu'un mécanisme clair de reconnaissance mutuelle et de réconciliation<sup>305</sup>.

---

<sup>304</sup> *Projet de règlement 94-101, préc. note 214, Annexe A, résumé des commentaires et réponses des ACVM, article 1, définitions: entité financière, « Les autorités provinciales locales ont l'intention d'adopter le principe de "l'application de la règle plus stricte" en cas de divergences transfrontalières. (...) De plus, le comité continue de suivre l'évolution des indications transfrontalières pour ce qui est de la conformité de substitution aux obligations de compensation ».*

<sup>305</sup> AFME, SIFMA, ASIFMA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.5, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-global-fx-division-afme-sifma-asifma.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

La question mérite d'être soulevée car les règles applicables aux États-Unis et dans l'Union européenne sont déjà en vigueur, et les participants établis dans les juridictions étrangères devront anticiper de se conformer aux règles élaborées par les autorités canadiennes en valeurs mobilières.

#### **2.4.2. Vers une coopération internationale?**

Les pays du G20 ont pris des engagements en faveur d'une concertation et pour l'adoption un régime harmonisé, tel que mentionné dans le préambule des engagements du G20, afin que les contreparties ne se voient pas imposer plusieurs fois un régime réglementaire des dérivés OTC. Le 11 juillet 2013, les autorités européennes avaient déjà conclu des accords avec les autorités américaines en vue de superviser de façon conjointe les dérivés OTC.

Le concept de conformité substitutive a été élaboré étant donné le caractère international des transactions de dérivés des marchés de gré à gré. La CFTC a adopté des règles mettant en place un système de reconnaissance réciproque où une juridiction étrangère a adopté un système comparable aux règles de la CFTC et une personne qui n'est pas une personne des États-Unis peut soumettre une application à ce titre et être exemptée des exigences prévues par la Loi Dodd-Frank. Par ailleurs, un régime spécifique a été adopté par la CFTC le 20 décembre 2013<sup>306</sup>, approuvant la conformité substitutive dans l'Union européenne ainsi que dans cinq juridictions différentes (Australie, Canada, Hong Kong, Japon et Suisse). La détermination effectuée par la CFTC couvre notamment les obligations relatives à la déclaration des opérations. Au Québec, le comité des ACVM avait indiqué lors de la tenue

---

<sup>306</sup> Comparability Determination for the European Union: Certain Transaction-Level Requirements, 78 Fed. Reg. 78, 878 (December 27, 2013)

des premières consultations que la conformité substitutive serait évaluée au cas par cas par le biais de l'octroi d'une dispense<sup>307</sup>. Toutefois, cette position fut assouplie, puisque certaines juridictions pourront bénéficier du régime de législation équivalente, en vertu de la Décision générale relative à la législation équivalente en matière de déclaration des opérations dans un territoire étranger visée au paragraphe 5) de l'article 26 du Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés<sup>308</sup>, il s'agit des obligations de déclaration de données prévues par la Loi Dodd-Frank et le Règlement EMIR.

En ce qui a trait à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, la question demeure grande ouverte puisque la liste des dérivés obligatoirement compensables n'est pas encore déterminée et que les contreparties ne connaissent pas encore les produits dérivés assujettis à l'obligation de compensation et dans quelle mesure la liste sera harmonisée avec les règles existantes prévues par la Loi Dodd-Frank ou le Règlement EMIR. Le mécanisme de dispense et l'évaluation au cas par cas laisse une grande incertitude juridique pour les parties à une opération qui devront chacune demander une dispense plutôt que de prévoir une conformité substitutive applicable à une opération.

---

<sup>307</sup> *Projet de règlement 94-101, préc. note 214, article 13; Projet de Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés, publié le 6 juin 2013, Annexe A, Résumé des commentaires et réponses des ACVM, Règlement sur les répertoires des opérations, commentaires généraux: "(...) L'octroi d'une dispense de l'obligation de déclaration prévue par le règlement sur les répertoires des opérations sera envisagé, pourvu que la déclaration faite à l'étranger contienne toute l'information qui devrait être déclarée en vertu de ce règlement. Ce genre de situation prévu à l'article 41 du règlement sur les répertoires des opérations ou à l'article 41 du règlement sur les répertoires des opérations ou à toute autre disposition applicable de la législation en valeurs mobilières ou de la législation sur les produits dérivés.*

<sup>308</sup> *Décision générale relative à la législation équivalente en matière de déclaration des opérations dans un territoire étranger visée au paragraphe 5) de l'article 26 du Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés, publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, section 6.10, volume 11, numéro 43, 30 octobre 2014 ; voir aussi l'article 26 5) b) du Règlement 91-507*

---

L'adoption d'un cadre réglementaire clair, transparent permettra de réduire les risques de contrepartie et surtout d'attirer les investisseurs étrangers vers le Canada. Nous pouvons que souhaiter un cadre réglementaire harmonisé pour éviter un chevauchement des obligations réglementaires entre les différents mécanismes nationaux pour la mise en œuvre des engagements du G20. L'élaboration d'un cadre permettant de réguler des transactions transfrontières semble très délicat à traiter et les possibles conflits et chevauchements de lois sont inévitables. Certaines inquiétudes ont été soulevées lors de l'apparition des règles prévues par la Loi Dodd-Frank ou le Règlement EMIR, qui conduira éventuellement certaines contreparties à un protectionnisme financier ou à fragmentation des activités, c'est-à-dire une séparation des activités des contreparties en fonction du territoire de la transaction souhaitée. Confrontés à des définitions divergentes de contreparties locales, les parties à une opération seront condamnées à un risque de qualification en vertu des règlements nationaux sur les dérivés de gré à gré. Ainsi, une concertation pourrait être renforcée et la détermination de l'autorité compétente ainsi que les concepts de contreparties locales, succursales ou filiales pourraient être harmonisés.

## Propos conclusifs

La récente crise financière nous a enseigné que la stabilité de notre système est loin d'être acquise et que la propagation des risques n'avait pas de limites ou de frontières. La réaction des régulateurs des dirigeants des pays du G20 lors du sommet de Pittsburgh fut la prise d'engagements pour améliorer la réglementation des marchés dérivés de gré à gré. Les régulateurs ont adopté chacun à leur tour un cadre législatif régulant les dérivés de gré à gré. Nous avons examiné les cadres réglementaires adoptés par les États-Unis, l'Europe et le Québec et nous relevé quelques problèmes liés à la mise en place d'un cadre harmonisé et uniforme pour chacune de ces juridictions. Les législateurs doivent s'adapter aux changements économiques de la société et proposer de nouvelles législations adéquates afin de mieux encadrer les produits financiers proposés et négociés de façon privée entre deux contreparties. Un consensus a été établi sur le fait que les marchés dérivés de gré à gré devaient devenir plus stables et transparents, et de ce constat, les pays du G20 ont souhaité notamment renforcer le rôle des contreparties centrales. Nul doute ne se pose à l'effet qu'un risque éventuel de concentration se pose à l'égard d'une contrepartie centrale.

Le 8 septembre 2014 le gouvernement fédéral, conjointement avec les provinces de la Colombie-Britannique, le Nouveau-Brunswick, l'Ontario, et de la Saskatchewan, ont confirmé leur engagement à l'égard d'un régime coopératif en signant un protocole d'accord pour la réglementation des marchés des capitaux dans le cadre de l'établissement d'un organisme national de réglementation du secteur des valeurs mobilières au Canada. Dans le cadre de l'établissement de ce régime coopératif, le gouvernement fédéral ainsi que les provinces participantes ont publié des avant-projets de lois pour consultation, soit la *Loi provinciale sur*

la stabilité des marchés des capitaux (« LPMC »)<sup>309</sup> ainsi que la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* (« LSMC »)<sup>310</sup>. Ces avant projets de lois visent à créer de nouveaux pouvoirs de réglementation à une seule autorité de réglementation pour la régulation du risque systémique lié au marché des capitaux et protéger la stabilité et l'intégrité du système financier canadien. L'ébauche de la LSMC traite également de la collecte de données nationales et de la possibilité d'étendre ses pouvoirs en matière criminelle, comme l'ont fait les différents gouvernements et institutions gouvernementales aux États-Unis. Dans l'ébauche actuelle de la LSMC, il est envisagé qu'une autorité désignée, puisse rendre une ordonnance à l'égard d'une chambre de compensation et d'adopter un règlement afin de parer à un risque systémique<sup>311</sup>. Ces règlements peuvent porter sur des politiques de gestion des risques, de marge et de garanties, de politiques et de procédures à suivre en cas défauts des membres ou de leurs contractants, d'aspects de gouvernance etc.<sup>312</sup>. Ce pouvoir de réglementation devra être exercé conjointement avec l'accord préalable de la Banque du Canada<sup>313</sup>. Concernant les instruments dérivés, il est prévu à l'article 31 que les règlements à adopter peuvent être pris notamment en matière de compensation et de règlement, de transparence des opérations, de marges, de garanties, de politiques et de procédures sur la gestion des risques. Les ébauches de la LSMC et de la LPMC prévoient ainsi de façon explicite un vaste pouvoir de réglementation à l'égard des chambres de compensation, des instruments dérivés et également des indices de références. La réglementation envisagée a été examinée et commentée par quelques participants du marché, quelques inquiétudes ont été soulevées sur la définition large et

---

<sup>309</sup> *Loi provinciale sur les marchés des capitaux, publiée aux fins de consultation*, Ministère des finances du Canada, août 2014 (consultation ayant pris fin le 8 décembre 2014)

<sup>310</sup> *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux*, publiée aux fins de consultation, Ministère des Finances du Canada, août 2014 (consultation ayant pris fin le 8 décembre 2014)

<sup>311</sup> *Id.*, article 20

<sup>312</sup> *Id.*, article 21

<sup>313</sup> *Id.*, article 22. La Banque du Canada est l'organisme de supervision des systèmes de règlement et de compensation désignés en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, *préc.*, note 251. L'article 22 de la LSMC envisage de déléguer à l'autorité de réglementation désignée le pouvoir de réglementation à l'égard des chambres de compensation visées par la LSMC. La *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* a été modifiée le 16 décembre 2014

libérale du risque systémique<sup>314</sup>, en effet, la nature du risque systémique est de n'exclure aucune institution ni aucun secteur de prestation de services financiers. Il conviendra de s'interroger sur l'application de ce nouveau cadre et de déterminer si le résultat n'aura pas pour effet de dédoubler ou d'évincer les régimes provinciaux et territoriaux de réglementation des valeurs mobilières et des dérivés<sup>315</sup>. Au demeurant, il semble qu'une supervision systémique des tendances et des dynamiques d'accumulation des risques et du risque économique général est souhaitable et qu'une surveillance devrait être exercée de façon harmonisée sur le territoire canadien afin de ne pas compromettre l'objectif de collecte de données pouvant être agrégées.

---

<sup>314</sup> article 3(1) LSMC: (...) s'entend d'une menace à la stabilité ou à l'intégrité du système financier canadien qui émane des marchés des capitaux, est propagée par leur entremise ou les entrave et qui est susceptible d'avoir des conséquences négatives sur l'économie canadienne. Le terme "stabilité" n'est pas défini dans l'ébauche actuelle de la LSMC.

<sup>315</sup> Voir à ce sujet le Renvoi relatif à la *Loi sur les valeurs mobilières*, 2011 CSC 66, [2011] 3 R.C.S. 837, par. 128: "(...) La nécessité de se prémunir contre des risques systémiques et d'y répondre pourrait fonder une législation fédérale visant le problème national qui résulte de ce phénomène, mais ne chasse pas l'essence de la réglementation des valeurs mobilières, qui est, comme nous l'avons vu, toujours principalement axée sur les enjeux locaux - soit protéger les investisseurs et assurer l'équité des marchés par le truchement de la réglementation de ses participants." (nos soulignements).

---

## **Bibliographie**

### **Législation et réglementation**

#### **Provincial**

*Code civil du Québec*, L.Q., 1991, c. 64

*Loi sur les instruments dérivés*, L.R.Q., 2011, ch. I-14.01

*Loi sur le transfert de valeurs mobilières et l'obtention de titres intermédiaires*, Chapitre T-11.002

*Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés*, chapitre I-14.01, r.1.1)

*Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés* (chapitre I-14.01, r.0.1)

*Décision générale relative à la législation équivalente en matière de déclaration des opérations dans un territoire étranger visée au paragraphe 5) de l'article 26 du Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés*, publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, section 6.10, volume 11, numéro 43, 30 octobre 2014

#### **Fédéral**

*Loi sur la faillite et l'insolvabilité*, L.R.C. (1985), ch. B-3

*Loi sur la compensation et le règlement des paiements*, L.C. 1996, ch.6.

*Loi sur les liquidations et les restructurations*, L.R.C. (1985), ch. W-11

*Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*, L.R.C. (1985), ch. C-36

*Règlement sur les contrats financiers admissibles*, relatif à *Loi sur les liquidations et les restructurations*, DORS/2007-258

## **Projets de règlements et documents de consultation**

### **Provincial**

*Avis de consultation, Projet de Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensations*, publié le 27 novembre 2014, fin de la consultation le 10 février 2015.

Avis de l'AMF, 12 février 2015, *sur le Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*

*Avis 91-304 du personnel des ACVM, Modèle de règlement provincial, Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients*, publié le 16 janvier 2014

*Document de consultation 91-401 des ACVM, sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, accessible au: <https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 14 janvier 2011

*Document de consultation 91-402 des ACVM, Dérivés: Référentiels centraux de données*, accessible au: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011juin23-91-402-cons-paper-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 12 septembre 2011

*Document de consultation 91-404 des ACVM, sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, accessible au: [http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/commentaires\\_91-404/cmhc-91-404\\_fr.pdf](http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/commentaires_91-404/cmhc-91-404_fr.pdf) (consulté le 17 juin 2015) Consultation ayant pris fin le 10 avril 2012

*Document Consultation 91-406 des ACVM sur la Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*, disponible à l'adresse suivante: <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012juin20-91-406-consultation-fr.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

*Modèle d'indications interprétatives relatives au Modèle de règlement provincial -Produits dérivés: compensation et protection des sûretés et des positions des clients*, AMF, publié le 16 janvier 2014

*Projet de règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*, publié le 12 février 2015 par l'AMF et Projet d'Instruction Générale sur les obligations relatives aux chambres de compensation

*Projet de Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*, publié le 12 février 2015

## **Fédéral**

*Loi provinciale sur les marchés des capitaux*, publiée aux fins de consultation, Ministère des finances du Canada, août 2014 (consultation ayant pris fin le 8 décembre 2014)

*Loi sur la stabilité des marchés des capitaux*, publiée aux fins de consultation, Ministère des Finances du Canada, août 2014 (consultation ayant pris fin le 8 décembre 2014)

## **Réponses aux documents de consultation**

AFME, SIFMA, ASIFMA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-global-fx-division-afme-sifma-asifma.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

Crédit Lime, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-creditlime-financial.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

Fidelity Investment, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-fidelity-invest-canada-ulc.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

ISDA, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-intern-swaps-derivat-asso.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

Mouvement des Caisses Desjardins, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, p.3, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-mouvement-caisses-desjardins.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

Portfolio Management Association of Canada, Réponse au document de Consultation 91 401 des ACVM, p.2

TD Asset Management, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, disponible à l'adresse suivante:

<http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-td-asset-manag-inc.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

TMX Group, réponse à l'avis de consultation du projet de règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation, 13 février 2015

TMX Group, Réponse au document de Consultation 91-401 des ACVM, disponible à l'adresse suivante:  
<https://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/anterieures/derives/comment-tmx-group.pdf> (consulté le 17 juin 2015)

## **International**

*Principes sur les infrastructures de marchés financiers*, publié par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et l'Organisation internationale des commissions de valeurs, avril 2012.

Sommet de Pittsburgh, Déclaration des chefs d'état, 24-25 septembre 2009. Disponible en ligne: [https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh\\_Declaration\\_0.pdf](https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh_Declaration_0.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

« Strengthening the resilience of the banking sector » publié en décembre 2009 par le Comité de Bâle (soumis à la consultation jusqu'au 16 avril 2010), « Les propositions en matière de sécurité sur produits dérivés » par H. de Vauplane: Banque, janv.2009, p.83.

## **Législation étrangère**

### **(États-Unis)**

*CFTC, Final Rule*, 77 Fed. Reg. 240

*CFTC, Final Rule*, 76 Fed. Reg. 44464, p.82495

*CFTC Regulation 1.20*, 17 C.F.R. § 1.20, (a)

*CFTC, Final Rule*, 77 Fed. Reg. 6336

*CFTC Final Rule, Enhancing Protections Afforded Customers and Customer Funds Held by Futures Commission Merchants and Derivatives Clearing Organizations*, 78 Fed. Reg. 68,605 (Nov. 14, 2013); *CFTC Regulation 1.22(c)(2)*, 17 C.F.R. § 1.22(c)(2)

*Comparability Determination for the European Union: Certain Transaction-Level Requirements*, 78 Fed. Reg. 78,878 (December 27, 2013)

*Commodity Exchange Act*, ch. 545, 49 Stat. 1491, enacted June 15, 1936

*Commodity Futures Trading Commission Act*, P.L. 93-463, 88 Stat. 1289 (1974)

*Commodity Exchange Act*, 1974, 7 U.S.C., § 1 (a) (4)

*Commodity Exchange Act*, 1974, 7 USC, 15b

*Commodity Futures Modernization Act of 2000*, H.R. 5660 (2000) (disponible à l'adresse suivante:

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrrulesandstatutoryauthority/documents/file/ogchr5660.pdf> - consulté le 17 juin 2015)

*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Public Law 111-203, 111th Congress. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/content-detail.html> (consulté le 17 juin 2015)

*Interpretative Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations*, 78 Fed. Reg. 45292 (July 2013)

S.3217, *Restoring American Financial Stability Act of 2010*. Open Congress.

*Securities Exchange Act of 1934*, P.L. 73-291, 48 Stat. 881, 15 U.S.C., enacted June 6, 1934. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> (consulté le 17 juin 2015), voir p.12

*Securities Exchange Act Release No. 72472* (June 25, 2014), 79 Fed. Reg. 39068 (July 9, 2014)

*Securities Act of 1933*, '33 Act, P.L. 73-22, 48 Stat. 74, 15 U.S.C., enacted May 27th, 1933. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf> (consulté le 25 mai 2015).

*Statutory Interpretation Concerning Forward Contracts*, 55 Fed. Reg. 39188 (25 septembre 1990)

*The Swap Exemption*, 58 Fed. Reg., p. 54139-54144

*Uniform Commercial Code*, official text and comments, 2014

## **(Europe)**

*Directive 2004/39/CE, concernant les marchés d'instruments financiers*, publié au Journal officiel de l'Union européenne le 30 avril 2004

*Directive 2002/47/CE du Parlement européen et du Conseil, 6 juin 2002 concernant les contrats de garantie financière*, publié. au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juin 2002

*European Securities and Markets Authority (ESMA) Guidelines and Recommendations for establishing consistent, efficient and effective assessments of interoperability arrangements*, Final Report.

Disponible à l'adresse suivante: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323\\_annex\\_1\\_esma\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_interoperability.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323_annex_1_esma_final_report_on_guidelines_on_interoperability.pdf) (consulté le 25 mai 2015)

*European Securities and Markets Authority (ESMA), Practical guidance for the recognition of Third Country CCPs by ESMA, 18 juin 2013*, disponible à l'adresse suivante: [http://www.esma.europa.eu/system/files/tc-ccp\\_applications\\_updated\\_20130618.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/tc-ccp_applications_updated_20130618.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

*Orientations visant la mise en place d'évaluations cohérentes, efficaces et effectives des accords d'interopérabilité*, ESMA, 2013/322, 10 juin 2013

*Règlement (UE) No 648/2012 du Parlement européen et du conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux*, publié au journal de l'Union européenne, 27 juillet 2012

## **Jurisprudence**

[PG] V. Banker Trust Co. [BT] 925 F. Supp. 1270 (S.D. Ohio 1996)

Renvoi relatif à la *Loi sur les valeurs mobilières*, 2011 CSC 66, [2011] 3 R.C.S. 837, par. 128

## **Doctrine**

### **Monographie**

BARNETO, P., GREGORIO G., *Les mécanismes financiers de la titrisation*, Paris, Lavoisier, 2011

BARUCH, H., *Wall Street: Security Risk*, Washington D.C, Acropolis Books, 2nd Edition, 1971

BECK, U., *La société du risque, sur la voie d'une autre modernité*, Paris, Éditions Aubier, 2001, p.127 (traduit par Laure Bernardi)

BENDER, Seth P., Esq, *Negotiating Skills for the ISDA Master Agreement, the Essential Playbook for Over-the-Counter Derivatives*, New Jersey, Pearson Publications, 2011

BOURGUINAT, H., *Finance internationale*, Paris, Presses Universitaires de France, 1992

BOYD, R., *Fatal Risk: A Cautionary Tale of AIG's Corporate Suicide*, Hoboken (New Jersey), John Wiley & Sons, 2011

BRYANT, R.C., *International Financial Intermediation*, Washington D.C., The Brookings Institution, 1987

CHAVAGNEUX, C. *Une brève histoire des crises financières, des tulipes aux subprimes*, Paris, La Découverte, 2011

CHOFARAS, D.N., *Operational risk control with Basel II*, Oxford, Butterworth Heinemann, 2003

COFFEE, J.C., Jr., SELIGMAN J., SALE H.A., *Securities Regulation, Cases and Materials*, Tenth edition, New York, Foundation Press, 2007

CORDIER, J., *Les marchés à terme*, Paris, Presses Universitaires de France, 1984

COLMANT, B. et SAMSON, C., *2008, l'Année du Krach*, Paris, Éditions Larcier, 2009

DEANE, M. et BANKS R., *The Central Banks*, Londres, Hamish Hamilton, 1994

*Dictionnaire historique de la langue française*, Le Robert, V°Compenser

*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Law, Explanation and Analysis, Chicago, Wolter Kluwer Law & Business, 2010

DUFFIE, D., *Dark Markets: Asset Pricing and Information Transmission in Over-The-Counter Markets*, Princeton, Princeton University Press, 2012

GREENE, E.F., ROSEN E.J., SILVERMAN L.N., BRAVERMAN D.A., SPERBER S.R., *U.S. Regulation of the international Securities and Derivatives Markets*, New York, 7th edition, Volume 2, Aspen publishers, 2004

GROTTENTHALER M. et HENDERSON P., *The Law of Financial Derivatives in Canada*, Toronto, Carswell, 1999

HARDING, P.C., *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002)*, third edition, Edinburgh Gate, Harlow, Pearson Education Limited, 2010

HERSENT, C. et SIMON Y., *Marchés à terme et options dans le monde*, Paris, Dalloz, 1989

HUDSON, A., *The law on Financial Derivatives*, 5th edition, London, Sweet & Maxwell, 2012

JÉGOUREL. Y., *Les produits financiers dérivés*, Paris, La Découverte, 2005

JOHNSON, C.A., HARDING P.C., *Mastering the Collateral Management and Documentation*, Edinburgh Gate, Harlow, Pearson Education Limited, 2002

KENADJIAN, P.S., NAZARETH, A.L., ROSENBERG, G.D., A Practitioner's Guide to the Regulation of Investment Banking, chapter 9, *The Cross-border Impact of the Dodd-Frank Act*, 3<sup>rd</sup> Ed. (2013), p.295-296

*Le petit Larousse illustré 2011*, Paris, Larousse, 2010

LOUIS, J.V. et DEVOS, D., *L'éthique des marchés financiers*, Bruxelles, L'Institut d'Études européennes, 1991

LIPUMA, E., et LEE, B., *Financial derivatives and the globalization of risk*, London, Duke University Press, 2004

MALY, V., MALYSHEV, P., *Regulation of Derivatives EU and US perspectives*, 15 février

2013, Latham & Watkins

MISHKIN, F.S., EAKINS, S.G., *Financial Markets & Institutions*, 7e éd., Boston, Prentice Hall, 2012

MOJUYÉ, J.-B., *Le droit des produits dérivés financiers (swaps, options, futures...) en France et aux États-Unis*, Paris, Éditions Librairie Générale de droit et de jurisprudence, 2005

MONTOUSSÉ, M., (dir.), *100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers*, 4e éd., Paris, Éditions Bréal, 2010

NAVATTE, P., *Marchés et instruments financiers, l'importance des produits dérivés*, 2e éd., Paris, Éditions EMS, 2010

PARTNOY, F., *Infectious Greed: How Deceit and Risk Corrupted the Financial Markets*, London, Profile Books, 2003

PROUDHON, P.J., *Manuel du spéculateur à la bourse*, 3e éd., Paris, Librairie de Garnier Frères, 1857

RAPPAPORT, L.H., *SEC Accounting Practice and Procedure*, 3e edition, New York, The Ronald Press Company, 1972

RILES, A.L., *Collateral Knowledge: Legal Reasoning in the Global Financial Markets*, University of Chicago Press, 2011

ROUSILLE, M., *La compensation multilatérale*, Paris, Dalloz, 2006

SCALCIONE, R., *The Derivatives Revolution: A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, The Netherlands, Kluwer Law International, 2011

SCOTT, D.L., *How Wall Street works*, 2e edition, New York, McGraw-Hill, 1990

SKOUSEN, K.F., *An introduction to the SEC*, 3rd edition, Cincinnati, Ohio, South-Western Publishing Co., 1983

THIBAUT, J., Cicéron, *Les Catilinaires*, Hachette, Paris, 1892

TIMMERMANS, A.P., *La Bourse de New York et ses problèmes*, Louvain, Éditions Vander, 1971

TRÉMOULINAS, A., *Comprendre la crise*, Paris, Éditions Bréal, 2010

VALDEZ, S. et WOOD, J., *An Introduction to Global Financial Markets*, 4e édition, New York, Palgrave Macmillan, 2003

VERCAMER, E., *Étude historique et critique sur les jeux de bourse et marchés à terme*, Bruxelles, 1903

WILLIAMS, M.T., *Uncontrolled risk*, New York, McGraw Hill, 2010

### **Périodiques, articles et autres documents**

AMF, Règlement Européen EMIR, Présentation de l'AMF, « Les impacts du Règlement EMIR en matière de gestion d'actifs », 21 mai 2013

ANDERSON, R.W., « Les CDS: quels avantages et quels coûts collectifs? » Banque de France, Revue de la stabilité financière n°14 - Produits dérivés - Innovation financière et stabilité (juillet 2010), p.11

Banque EDC, « Gestion du risque de change », p.9 (disponible à l'adresse suivante: <http://www.edc.ca/FR/Knowledge-Centre/Economic-Analysis-and-Research/Documents/managing-foreign-exchange-risk-guide.pdf>) (consulté le 17 juin 2015)

Bank for international settlements, « Recent Developments in International Interbanks Relations », working group established by the Central Banks of the Group of Ten countries, October 1992

Bank for International Settlements, « New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives », Committee on Payment and Settlement Systems, mars 2007

Bank for International Settlements, « The Role of margin requirements and haircuts in procyclicality », Report, March 2010, p. 21

Bank for International Settlements, Macroeconomic Assessment Group on Derivatives, « Macroeconomic impact assessment of OTC derivatives regulatory reforms », August 2013

Bank for International Settlements, « OTC derivatives statistics at end-December 2014 », Statistical release, Monetary and Economic Department, April 2015, [https://www.bis.org/publ/otc\\_hy1504.pdf](https://www.bis.org/publ/otc_hy1504.pdf)

Bank for International Settlements, Quarterly Review, Table 23 B, June 2015

BARTHOLOMEY, P.F., WHALEN, G.W., « Fundamentals of Systemic Risk », (1995) Research in Financial Services: Banking, Financial Markets and Systemic Risk, Greenwich, 3-18.

CAILLEMER DU FERRAGE, A., « Le mythe de la nouveauté des produits dérivés », (2009) Le Journal des Finances, Paris, p.38

CAILLEMER DU FERRAGE, A., « Le prétendu danger des produits dérivés », (2009), Le Journal des Finances, p.37

CAILLEMER DU FERRAGE, A., « Une chambre de compensation pour les dérivés de crédit », (2010), Bulletin Joly Bourse

CECHETTI, S.G., GYNTELBERG, J. & HOLLANDERS, M., « Central counterparties for over-the-counter derivatives », (2009), Banque internationale des règlements, revue trimestrielle, septembre 2009, p.45, 49

CHAMPARNAUD, F., « Produits dérivés: Contrôle et risques systémiques », dans: *Les produits dérivés, quelles conséquences économiques?*, Florence LEGROS (dir.), Perpignan, Éditions Presses Universitaires de Perpignan, 1996, p.136

CHANDE, N., LABELLE, N. et TUER E., Banque du Canada, Revue du système financier, « Les contreparties centrales et le risque systémique », Décembre 2010

Chicago Mercantile Exchange, « An introduction to futures and options », Chicago Mercantile Exchange Market Education Department, 2006, p.2: [http://www.cmegroup.com/files/intro\\_fut\\_opt.pdf](http://www.cmegroup.com/files/intro_fut_opt.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

Cleary Gottlieb, « SEC Adopts Final Rules Regarding the Application of the "Security-Based Swap Dealer" and "Major Security-Based Swap Participant" Definitions to Cross-Border Security-Based Swap Activities », Alert Memorandum, June 30, 2014, page 5

Clyde GOODLET, « Les systèmes de compensation et de règlement et la Banque du Canada », Revue de la Banque du Canada, Automne 1997, p. 52

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Organisation internationale des commissions de valeurs, « Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement », Mars 2015

Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, « Recommandations pour les systèmes de règlement de titres, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement », novembre 2001

Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, Comités sur les systèmes de paiement et de règlement, « Recommandations pour les contreparties centrales », novembre 2004

DARNÉ, O. et HOARAU, J.-F. « La parité des pouvoirs d'achat pour l'économie chinoise : une nouvelle analyse par les tests de racine unitaire », *Recherches économiques de Louvain* 2/2008 (Vol. 74), p. 219-236, 227

DAVIS POLK, « An Asset Manager's Guide to Swap Trading in the New Regulatory World, » (March 11, 2013), p.14, disponible à l'adresse suivante:  
[http://www.davispolk.com/files/Publication/3da4a30d-abe5-49a6-936301c2f424b433/Presentation/PublicationAttachment/061b111b-c2c6-4d21-b8e9-4d183b49161d/An\\_Asset\\_Managers\\_Guide\\_to\\_Swap\\_Trading.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/3da4a30d-abe5-49a6-936301c2f424b433/Presentation/PublicationAttachment/061b111b-c2c6-4d21-b8e9-4d183b49161d/An_Asset_Managers_Guide_to_Swap_Trading.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

DAVIS POLK, « CFTC Adopts Final Rule on Protection of Cleared Swap Customer Collateral », January 23, 2012, p.4

D'HOLLANDER, J., « L'émergence des produits dérivés: le cas du Québec » (1996) 37 *C. de D.* 377, p.381

DLA Piper, « CFTC final rule adopts LSOC model for cleared swaps collateral », 8 february 2012. (disponible à l'adresse suivante: <http://www.dlapiper.com/cftc-final-rule-adopts-lsoc-model-for-cleared-swaps-collateral/>) (consulté le 17 juin 2015)

DUQUERROY A., GEX M., GAUTHIER N., « Credit default swaps et stabilité financière: quels risques? Quels enjeux pour les régulateurs? », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n°13, Septembre 2009, p.85

DUFFIE, D., LI A., LUBKE, T., « Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure », Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, (janvier 2010), p.10. En ligne: [http://www.fednewyork.org/research/staff\\_reports/sr424.pdf](http://www.fednewyork.org/research/staff_reports/sr424.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

EDEY, M. et HVIDING, K., « Une évaluation de la réforme financière dans les pays de l'OCDE », *Revue économique de l'OCDE*, n°25, 1995, p.12

FRISON-ROCHE, M.-A., et NUSSENBAUM M., « Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré », (1997), *R.J.D.A.*, 679

GIBSON, W.E., « Are Swap Agreements Securities or Futures? : the Inadequacy of

Applying the Traditional Regulatory Approach to OTC Derivatives Transactions », 24 IOWA J.Corp.L. 379 (hiver 1999)

GOSS, B.A., « Futures Markets: their establishment & performance, New York, New York University Press », 1986, p.13

GRASSET S., DIMI. C., « Une nouvelle ère pour les transactions sur dérivés de crédit régies par la documentation », ISDA », Bulletin Joly Bourse (juillet-août 2009)

KAUFMAN, G.G., SCOTT, K.E., « What is systemic risk and do bank regulators retard or contribute it? », Independent Review, v. VII, n.3, Hiver 2003, p.371

KEESEN, E., (Abbé), « La licéité du jeu et sa psychologie d'après saint Thomas d'Aquin », Revue néo-scholastique, 8<sup>o</sup> année, N°31, 1901, p. 311

HOLLEY, E., « CCP "contagion" fears spark derivatives debate », 13 November 2014, banking technology  
Disponible à l'adresse suivante: <http://www.bankingtech.com/262741/ccp-contagion-fears-spark-derivatives-debate/> (consulté le 17 juin 2015)

HULL, J., « Produits dérivés de gré à gré et compensation centrale: toutes les transactions peuvent-elles faire l'objet d'une compensation? », Banque de France, Revue de la stabilité financière n°14 - Produits dérivés - Innovation financière et stabilité (juillet 2010), p.85.

Institut d'Insolvabilité du Canada, comité des dérivés, publié le 14 novembre 2013  
Disponible à l'adresse suivante:  
[http://www.insolvency.ca/en/iicresources/resources/IIC\\_Derivatives\\_Task\\_Force\\_Report\\_November\\_2013.pdf](http://www.insolvency.ca/en/iicresources/resources/IIC_Derivatives_Task_Force_Report_November_2013.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

International Monetary Fund, « Modern Banking and the OTC Derivatives Markets, The Transformation of Global Finance and its Implications for Systemic Risk », Occasional paper, Washington DC, 2000, p.3

ISDA, « The GAO report on financial derivatives: good facts and bad conclusions » – *an ISDA position paper* (ISDA), New York, 1994

ISDA, « Comment Letter on Definitions Contained in Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act », September 20, 2010, p.2. Disponible à l'adresse suivante: <http://www2.isda.org/dodd-frank/page/9> (consulté le 17 juin 2015).

ISDA, « Margin Survey 2010 » disponible à l'adresse suivante: [http://www.isda.org/c\\_and\\_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf](http://www.isda.org/c_and_a/pdf/ISDA-Margin-Survey-2010.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

ISDA 2012 Margin Survey, 2012, tableau 3.2.

KIFF, J., MORROW, R., « Credit Derivatives », (2000), Bank of Canada Review, p.3

LEES ALLEN, J., « Derivatives clearinghouses and systemic risk: a bankruptcy and Dodd-Frank Analysis », 65 Stan.L. Rev., p.7

LEPETIT, J.-F., « Rapport sur le risque systémique », Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi, Avril 2010

LOPEZ, J.C., MENDES, R., VIKSTEDT, H., « The Market for Collateral: The Potential Impact of Financial Regulation », Bank of Canada, Financial System Review, June 2013, p.46

LYNCH, T.E., « Derivatives: A Twenty-First Century Understanding », Bloomington, Indiana University, Legal Studies Research Paper Series, 2011, p.13

MATTINGLY, P., « Derivatives Compromise Breaks Financial Regulation Impasse, Bloomberg, June 25, 2010. Disponible à l'adresse » suivante: <http://www.bloomberg.com/news/2010-06-25/derivatives-compromise-breaks-impasse-over-u-s-bill-on-finance-regulation.html> (consulté le 17 juin 2015)

MCCAFFREY, D. « Private and Public Controls in the Over-the-Counter Derivatives Market, 1984-2015 », working paper, Albany, Institute for Financial Market Regulation, July 24, 2015

MORRISON, FOERSTER, « SEC Adopts Final Rules and Guidance Regarding the Cross-Border Application of « Security-Based Swap Dealer » and « Major Security-Based Swap Participant » Definitions », Client alert, July 3rd, 2014

PACKER F. et ZHU H., « Les clauses contractuelles et tarification des contrats dérivés sur défaut d'emprunteur », Rapport trimestriel BRI, mars 2005, p.88

PIRRONG, C., « The Economics of Central Clearing: Theory and Practice », ISDA, Discussion paper series, number one, May 2011, p.9

PRICEWATERHOUSECOOPERS, « The securities regulatory handbook », New York, M.E. Sharpe, 1999, p.45

RILES, A.L., « The Anti-Network: Private Global Governance, Legal Knowledge, and the Legitimacy of the State », Ithaca, American Journal of Comparative Law, vol. 56 issue 3, symposium « Private Law Beyond the State », New York, Cornell Law School, 2008, p.158

SCOTT-QUINN, B., WALMSLEY J.K., « The Impact of Credit Derivatives on Securities Markets », The International Securities Market Association, Zurich, 1998, p.27, 38

SEKFALI, Z., « Droit des financements structurés », Paris, Éditions Revue Banque Édition, 2006, p.585

SELODY, J., « The nature of systemic risk », in *Managing Risk in the Financial System*, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2011, p.25

SINGH, M., « Sous-collatéralisation et réhypothécaion sur les marchés des produits dérivés de gré à gré », Banque de France, Revue de la stabilité financière, n°14, Produits dérivés - Innovation financière et stabilité, juillet 2010, page 131

SJOSTROM, JR W.K., « The AIG Bailout », 66 Wash & Lee L.REV. 943 (2009), p.959

Skadden, « CFTC adopts Final Rules Governing Protection of Cleared Swaps Customer Contracts and Collateral », 7 février 2012, disponible à l'adresse suivante: [http://www.skadden.com/newsletters/CFTC\\_Adopts\\_Final\\_Rules\\_Governing\\_Protection\\_of\\_Cleared\\_Swaps\\_Customer\\_Contracts.pdf](http://www.skadden.com/newsletters/CFTC_Adopts_Final_Rules_Governing_Protection_of_Cleared_Swaps_Customer_Contracts.pdf) (consulté le 17 juin 2015)

SMAILI, N., ROUSSEAU, S., « Vers une évaluation des risques plus efficace après les crises financières ? », Revue du Droit Financier, (2014) 36 Revue du financier 55-64

WANDHÖFER, R., « Transaction Banking and the Impact of Regulatory Change, Basel III and Other Challenges for the Global Economy », 2014, Hampshire, Palgrave Macmillan, p.27

WEISTROFFER, C., « Credit default Swap: Heading towards a more stable system », Deutsche Bank Research, December 21, 2009, p.12

### **Autres documents**

CFTC Release, Press Release 529-13, "CFTC Announces that Mandatory Clearing begins today", March 11, 2013. Disponible à l'adresse suivante:

<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6529-13> (consulté le 17 juin 2015)

CFTC's Press Release, « *CFTC Announces that Mandatory Clearing for Category 2 Entities Begins Today* », June 10, 2013, PR 6607-13. Disponible à l'adresse suivante: <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6607-13> (consulté le 17 juin 2015).

CFTC's Press Release, « *CFTC's Division of Clearing and Risk Announces Revised Compliance Schedule for Required Clearing of Itraxx CDS Indices* », February 25, 2013. PR 6521-13. Disponible à l'adresse suivante:

<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6521-13> (consulté le 17 juin 2015)

ISDA, Product Descriptions and Frequently Asked Questions, disponible à l'adresse suivante: <http://www.isda.org/educat/faqs.html#1> (consulté le 20 août 2015)

New European rules on Over-the-Counter Derivatives and Market infrastructures - Frequently Asked Questions, Brussels, 9 February 2012, Press Release, Memo 12/91