

Avis de consultation des ACVM

Projet de modification à la Norme canadienne 94-101 sur la *compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*

Le 19 septembre 2024

Introduction

Les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publient pour consultation un projet de modification à la Norme canadienne 94-101 sur la *compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale* (la **Norme canadienne 94-101**). Ce projet (le **projet de règle**) vise à mettre à jour la liste des dérivés obligatoirement compensables pour refléter la transition vers un nouveau régime de taux d'intérêt de référence qui sera fondé sur des taux de référence à un jour sans risque. Plus précisément, il fait suite à l'abandon de certains taux interbancaires offerts (les **TIO**) et du taux de référence Canadian Dollar Offered Rate (le **taux CDOR**). Le projet de règle envisage également l'ajout de swaps sur défaillance liés à certains indices à la liste des dérivés obligatoirement compensables.

Le projet de règle pourra être consulté sur les sites Web des membres des ACVM, notamment les suivants :

www.lautorite.qc.ca

www.albertasecurities.ca

<https://mbsecurities.ca>

www.nssc.novascotia.ca

www.fcnb.ca

www.osc.ca

www.fcaa.gov.sk.ca

Nous publions le projet de règle pour une période de 90 jours qui expirera le 19 décembre 2024. Se reporter à la section « Consultation » ci-dessous.

La British Columbia Securities Commission n'a pas encore publié le projet de règle pour consultation. Son personnel prévoit le faire après les élections provinciales.

Contexte entourant la Norme canadienne 94-101

La Norme canadienne 94-101 est entrée en vigueur en 2017. Elle a principalement pour objet de réduire le risque de contrepartie sur le marché des dérivés de gré à gré et d'en améliorer la stabilité financière

en obligeant certaines contreparties à compenser certains dérivés précis par l'intermédiaire d'une contrepartie centrale. Ce régime est exposé dans l'*Avis de publication des ACVM*, la Norme canadienne 94-101 sur la *compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale* et instruction complémentaire connexe publié le 19 janvier 2017¹.

La Norme canadienne 94-101 est divisé en deux volets : *i)* celui qui porte sur l'obligation de compensation par contrepartie centrale de certains dérivés précis par certaines contreparties (y compris les dispenses), et *ii)* celui qui porte sur la détermination des dérivés assujettis à cette obligation. La liste des dérivés obligatoirement compensables y est prévue à l'Annexe A de cette Norme canadienne.

Objet du projet de règle

1) *Transition vers des taux d'intérêt de référence sans risque*

En 2012, des allégations de manipulation du London inter-bank offered rate (taux d'emprunt interbancaire offert à Londres) (**LIBOR**) ont occasionné une perte de confiance du marché dans la crédibilité et l'intégrité tant du LIBOR que des indices financiers de référence en général. En réponse aux préoccupations soulevées sur les TIO, le Conseil de stabilité financière s'est prononcé en faveur de leur abandon et de la mise en place de taux de remplacement. Plusieurs TIO ont depuis cessé d'être publiés, notamment le taux CDOR le 28 juin 2024².

Par conséquent, l'utilisation de swaps de taux d'intérêt se servant de ces taux comme référence a considérablement reculé, voire, dans plusieurs cas, totalement cessé.

En revanche, l'adoption, en remplacement de certains TIO et du taux CDOR, de taux d'intérêt de référence sans risque s'est traduite par une augmentation de la liquidité des swaps de taux d'intérêt fondés sur ceux-ci, accroissant du même coup leur importance systémique sur les marchés financiers à l'échelle mondiale comme au pays.

D'autres autorités de réglementation à l'international ont reconnu l'importance systémique de ces swaps et exigé qu'ils soient obligatoirement compensés dans leurs territoires respectifs³.

Les ACVM suivent assidûment les propositions réglementaires et l'évolution législative à l'échelle mondiale et y apportent leur contribution. Parmi les propositions les plus récentes, elles ont surveillé de près le remplacement des TIO et du taux CDOR par des taux d'intérêt de référence sans risque et l'incidence de ce changement sur l'Annexe A de la Norme canadienne 94-101.

Il y a donc lieu de mettre à jour la liste des dérivés à compensation obligatoire pour refléter la transition vers de tels taux comme le taux Canadian Overnight Repo Rate Average (le **taux CORRA**) et le taux Secured Overnight Financing Rate (le **taux SOFR**) de même que pour tenir compte de la

¹ Accessible en ligne à l'adresse <https://fcnb.ca/sites/default/files/2020-02/94-101-NOA-2017-01-19-F.pdf>.

² Se reporter à l'Avis multilatéral 25-312 du personnel des ACVM, *Rappel de l'abandon du taux CDOR le 28 juin 2024*.

³ Consulter par exemple les modifications adoptées en 2022 par la Commodity Futures Trading Commission (CFTC), accessibles en ligne à l'adresse <https://www.cftc.gov/sites/default/files/2022/08/2022-17736a.pdf>.

transformation des activités de négociation et de l'importance systémique. Ainsi, le projet de règle supprime l'obligation de compenser certaines catégories de dérivés de gré à gré qui prennent certains TIO ou le taux CDOR comme référence, désormais sans importance systémique, et les remplace par les swaps de taux d'intérêt à un jour fondés sur des taux de référence sans risque.

2) Ajout de certains dérivés de gré à gré

En plus de mettre à jour la liste des dérivés obligatoirement compensables pour refléter la transition, les ACVM ont examiné s'il conviendrait de rendre certains dérivés de gré à gré obligatoirement compensables.

Afin de déterminer les dérivés ou catégories de dérivés de gré à gré qui seront à compensation obligatoire par contrepartie centrale, les ACVM ont utilisé la majorité des facteurs figurant dans l'Instruction complémentaire relative à la Norme canadienne 94-101 sur la *compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*⁴, notamment les suivants :

- le dérivé peut être compensé par une agence de compensation et de dépôt réglementée;
- le degré de normalisation du dérivé;
- l'effet de la compensation par contrepartie centrale du dérivé sur l'atténuation du risque systémique, compte tenu de la taille du marché du dérivé et des ressources dont l'agence de compensation et de dépôt réglementée dispose pour le compenser;
- l'éventualité que l'obligation de compenser le dérivé ou la catégorie de dérivés pourrait faire courir un risque excessif aux agences de compensation et de dépôt réglementées;
- la liquidité courante sur le marché pour le dérivé ou la catégorie de dérivés; en particulier, pour la période examinée, à savoir d'avril à septembre 2023 (la **période de référence**), les ACVM ont analysé les volumes mensuels en évaluant le nombre de transactions et le montant notionnel brut global de certains dérivés de gré à gré en cours, y compris le montant notionnel brut par échéance, ainsi que le pourcentage du montant notionnel des dérivés en cours compensé au cours de chaque mois de la période de référence;
- relativement à une agence de compensation et de dépôt réglementée, l'existence de la capacité, de l'expertise et des ressources opérationnelles;
- l'harmonisation internationale.

Pour mener notre analyse, nous nous sommes fondés sur des données déclarées à des répertoires des opérations reconnus ou désignés par des participants au marché conformément aux règlements

⁴ Accessible en ligne à l'adresse <https://fcnb.ca/sites/default/files/2022-09/94-101-CP-CONS-2022-09-01-F.pdf>.

applicables, sur des discussions avec de tels répertoires des opérations et sur des obligations imposées à l'étranger.

Résumé du projet de règle

1) *Modifications pour faire suite à l'abandon de certains TIO et du taux CDOR ainsi qu'à la transition vers des taux d'intérêt de référence sans risque*

Le projet de règle éliminera la compensation obligatoire par contrepartie centrale de certains swaps de taux d'intérêt et contrats de garantie de taux fondés sur les taux d'intérêt de référence suivants qui figurent à l'Annexe A de la Norme canadienne 94-101 :

- le taux CDOR en dollars canadiens;
- le taux LIBOR en dollars américains;
- le taux LIBOR en livres sterling;
- le taux moyen pondéré au jour le jour en euros (Euro Overnight Index Average ou EONIA).

Ces dérivés seront retirés des catégories swaps fixes-variables, swaps variables-variables, swaps indexés sur le taux à un jour et contrats de garantie de taux, selon le cas.

De plus, nous proposons de modifier l'Annexe A de la Norme canadienne 94-101 en ajoutant les swaps indexés sur le taux SOFR à un jour en dollars américains pour les échéances de 7 jours à 50 ans et le taux à court terme en euros (Euro Short-Term Rate ou €STR) pour les échéances de 7 jours à 3 ans.

Pour des questions de liquidité et d'harmonisation internationale, nous proposons en outre d'englober davantage d'échéances dans les swaps indexés sur le taux SONIA à un jour en livres sterling assujettis à la compensation obligatoire par contrepartie centrale en y incluant les échéances de 7 jours à 50 ans. De la même manière, étant donné l'importante liquidité de la période de référence, nous proposons de faire pareillement à l'égard des swaps indexés sur le taux CORRA à un jour en dollars canadiens afin d'y inclure les échéances de 7 jours à 30 ans.

2) *Ajout de nouvelles catégories de dérivés de gré à gré*

Compte tenu des facteurs énumérés ci-dessus, nous avons conclu qu'il y a lieu d'ajouter les catégories suivantes de dérivés de gré à gré à la liste de dérivés obligatoirement compensables figurant à l'Annexe A de la Norme canadienne 94-101 :

- les swaps de taux d'intérêt fixes-variables fondés sur les taux des Bank Bill Swaps (BBSW) en dollars australiens pour les échéances de 28 jours à 30 ans;
- les swaps sur défaillance fondés sur l'indice CDX.NA.IG⁵ pour les échéances de 5 et de 10 ans (série 46 et toutes les subséquentes);

⁵ Indice CDX North American Investment Grade.

- les swaps sur défaillance fondés sur l'indice CDX.NA.HY⁶ pour l'échéance de 5 ans (série 46 et toutes les subséquentes);
- les swaps sur défaillance fondés sur l'indice iTraxx Europe pour l'échéance de 5 ans (série 45 et toutes les subséquentes).

Nous sommes parvenus à la conclusion que l'ajout des dérivés susmentionnés serait dans l'intérêt public.

Points d'intérêt local

Une annexe au présent avis est publiée dans tout territoire intéressé où des modifications sont apportées à la législation en valeurs mobilières locale, notamment à des avis ou à d'autres documents de politique locaux. Elle contient également toute autre information qui ne se rapporte qu'au territoire intéressé.

Autres solutions envisagées

Plutôt que d'aller de l'avant avec le projet de règle, nous pourrions ne pas modifier la Norme canadienne 94-101 pour faire suite à l'abandon de certains TIO et du taux CDOR et ne pas ajouter certaines catégories de produits liquides et normalisés à la liste des dérivés obligatoirement compensables. Toutefois, le fait de ne pas retirer les dérivés fondés sur ces taux ne cadrerait pas avec notre volonté d'adhérer, d'une part, à la mise en œuvre des engagements du Canada quant aux réformes des marchés mondiaux des dérivés de gré à gré découlant des engagements pris par le G20 en 2009⁷ et, d'autre part, aux recommandations du Conseil de stabilité financière concernant la réforme des principaux taux d'intérêt de référence⁸. En outre, le maintien du statu quo soustrairait certains dérivés de gré à gré liquides et normalisés à la compensation par une contrepartie centrale, ce qui pourrait accroître les risques systémiques au Canada.

Coûts et avantages prévus du projet de règle

Le projet de règle ne s'appliquerait qu'à certaines contreparties qui exécutent des dérivés de gré à gré assujettis à la compensation obligatoire par contrepartie centrale. Globalement, les ACVM considèrent que les coûts réglementaires qu'il entraînerait sont proportionnels aux avantages qui découleraient de la réduction du risque de crédit des contreparties et du renforcement de la stabilité financière du marché canadien des dérivés de gré à gré.

Contenu des annexes

Le présent avis comprend l'annexe suivante :

⁶ Indice CDX North American High Yield.

⁷ Pour plus de renseignements sur le Sommet du G20 de Pittsburgh, se reporter au <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0925.html>.

⁸ Pour plus de renseignements sur les recommandations du Conseil de stabilité financière publiées en juillet 2014, se reporter au https://www.fsb.org/2014/07/r_140722/.

Annexe A : Projet de modification à la Norme canadienne 94-101 sur la *compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*

Annexe B : Question précise des ACVM concernant le projet de règle

Consultation

Nous invitons les personnes intéressées à soumettre des commentaires au sujet du projet de règle et à répondre à la question précise énoncée à l'Annexe B du présent avis. Veuillez présenter vos commentaires écrits par courriel, au format Microsoft Word, au plus tard le 19 décembre 2024.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM ci-dessous :

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
Bureau du surintendant des valeurs mobilières des Territoires du Nord-Ouest
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Nunavut
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon
Commission des services financiers et des services aux consommateurs, Nouveau-Brunswick
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Financial and Consumer Services Division, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Office of the Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador

Veuillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM :

M^e Philippe Lebel
Secrétaire et directeur général des affaires juridiques
Autorité des marchés financiers
Place de la Cité, tour PwC
2640, boulevard Laurier, bureau 400
Québec (Québec) G1V 5C1
Télécopieur : 514 864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West, 22nd Floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416 593-2318
Courriel : comments@osc.gov.on.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.asc.ca, sur celui de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.ca. Nous invitons donc les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe de préciser en quel nom le mémoire est présenté.

Pour toute question concernant le présent avis ou le projet de règle, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Julie Boyer
Analyste experte à la réglementation
Autorité des marchés financiers
Tél. : 514 395-0337, poste 4345
Courriel : julie.boyer@lautorite.qc.ca

Greg Toczylowski
Manager, Derivatives, Trading & Markets
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Tél. : 416 419-1133
Courriel : gtoczylowski@osc.gov.on.ca

Janice Cherniak
Senior Legal Counsel
Alberta Securities Commission
Tél. : 403 355-4864
Courriel : janice.cherniak@asc.ca

Leigh-Anne Mercier
General Counsel
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Tél. : 204 945-0362
Courriel : Leigh-Anne.Mercier@gov.mb.ca

Abel Lazarus
Director, Corporate Finance
Nova Scotia Securities Commission
Tél. : 902 424-6859
Courriel : abel.lazarus@novascotia.ca

ANNEXE A

PROJET DE MODIFICATION À LA NORME CANADIENNE 94-101 SUR LA COMPENSATION OBLIGATOIRE DES DÉRIVÉS PAR CONTREPARTIE CENTRALE

1. L'annexe A de la Norme canadienne 94-101 sur la *compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale* est remplacée par la suivante :

**« ANNEXE A
DÉRIVÉS OBLIGATOIREMENT COMPENSABLES
(paragraphe 1 de l'article 1)**

Swaps de taux d'intérêt

Swaps fixes-variables					
Taux variable de référence	Monnaie de règlement	Échéance	Type de monnaie de règlement	Optionalité	Type de notionnel
EURIBOR	EUR	28 jours à 50 ans	Mono-monnaie	Non	Constant ou variable
BBSW	AUD	28 jours à 30 ans	Mono-monnaie	Non	Constant ou variable

Swaps variables-variables					
Taux variable de référence	Monnaie de règlement	Échéance	Type de monnaie de règlement	Optionalité	Type de notionnel
EURIBOR	EUR	28 jours à 50 ans	Mono-monnaie	Non	Constant ou variable

Swaps indexés sur le taux à un jour					
Taux variable de référence	Monnaie de règlement	Échéance	Type de monnaie de règlement	Optionalité	Type de notionnel
CORRA	CAD	7 jours à 30 ans	Mono-monnaie	Non	Constant
FedFunds	USD	7 jours à 3 ans	Mono-monnaie	Non	Constant
SOFR	USD	7 jours à 50 ans	Mono-monnaie	Non	Constant
€STR	EUR	7 jours à 3 ans	Mono-monnaie	Non	Constant
SONIA	GBP	7 jours à 50 ans	Mono-monnaie	Non	Constant

Contrats de garantie de taux

Taux variable de référence	Monnaie de règlement	Échéance	Type de monnaie de règlement	Optionalité	Type de notionnel
EURIBOR	EUR	3 jours à 3 ans	Mono-monnaie	Non	Constant

Swaps sur défaillance

Indice	Région	Échéance	Séries visées	Tranches
CDX.NA.IG	Amérique du Nord	5 et 10 ans	Série 46 et subséquentes	Non
CDX.NA.HY	Amérique du Nord	5 ans	Série 46 et subséquentes	Non
iTraxx Europe	Europe	5 ans	Série 45 et subséquentes	Non

».

2. La présente règle entre en vigueur le (indiquer ici la date d'entrée en vigueur de la présente règle).

Annexe B

L'ajout de certains swaps sur défaillance référencés à une seule entité à la liste des dérivés obligatoirement compensables serait-il bénéfique pour les participants au marché? Expliquez en quoi cela serait approprié ou non.