500-09-025430-158

COUR D'APPEL DU QUÉBEC

(Montréal)

RENVOI RELATIF À LA CONSTITUTIONNALITÉ DE LA MISE EN PLACE D'UNE RÉGLEMENTATION PANCANADIENNE DES VALEURS MOBILIÈRES SOUS LA GOUVERNE D'UN ORGANISME UNIQUE, SELON LE MODÈLE ÉTABLI PAR LE « *PROTOCOLE D'ACCORD CONCERNANT LE RÉGIME COOPÉRATIF DE RÉGLEMENTATION DES MARCHÉS DES CAPITAUX* » ET AU POUVOIR DU PARLEMENT DU CANADA D'ADOPTER L'ÉBAUCHE DE LOI FÉDÉRALE INTITULÉE « *LOI SUR LA STABILITÉ DES MARCHÉS DES CAPITAUX* » EN VERTU DE LA COMPÉTENCE SUR LE COMMERCE (PARAGRAPHE 91(2) DE *LA LOI CONSTITUTIONNELLE DE 1867*)

CAHIER DE PREUVE DE LA PROCUREURE GÉNÉRALE DU QUÉBEC

Volume 3, onglets 22 – 27

M^e Jean-Yves Bernard
M^e Francis Demers
Bernard, Roy
8^e étage
1, rue Notre-Dame Est
Montréal (Québec)
H2Y 1B6

Tél. : 514 393-2336, postes 51467 / 51456
Téléc. : 514 873-7074
jean-yves.bernard@justice.gouv.qc.ca
francis.demers@justice.gouv.qc.ca

Avocats de la Procureure générale du Québec

M^e Alexander Pless
M^e Michelle Kellam
M^e Sara Gauthier Campbell
Ministère de la Justice Canada
Tour Est, 9^e étage
Complexe Guy-Favreau
200, boul. René-Lévesque Ouest
Montréal (Québec)
H2Z 1X4

Tél. : 514 283-8767
Téléc. : 514 283-3856
apless@justice.gc.ca
michelle.kellam@justice.gc.ca
sara.gauthier@justice.gc.ca

Avocats de la Procureure générale du Canada

M^e Nathaniel Carnegie
Ministère de la Justice Colombie-Britannique
1001 Douglas Street
Victoria (Colombie-Britannique)
V8W 9J7

Tél. : 250 952-7380
Téléc. : 250 356-9154
nathaniel.carnegie@gov.bc.ca

Avocat de la Procureure générale de la Colombie-Britannique

M^e^ Michael Conner
Ministère de la Justice Manitoba
Bureau 1205
405 Broadway
Winnipeg (Manitoba)
R3C 3L6

Tél. : 204 945-6723
Téléc. : 204 945-0053
michael.conner@gov.mb.ca

M^e^ Guy Régimbald
Gowling Lafleur Henderson
S.E.N.C.R.L., s.r.l.
Bureau 2600
160, rue Elgin
Ottawa (Ontario)
K1P 1C3

Tél. : 613 786-0197
Téléc. : 613 563-9869
guy.regimbald@gowlings.com

Avocats du Procureur général du Manitoba

M^e^ Louis Fortier
Louis Fortier & Associés inc.
Bureau 1
1075, rue Rostand
Sherbrooke (Québec)
J1J 4P3

Tél. : 819 829-0800
Téléc. : 819 829-0729
louis@louisfortier.com

Avocat de l'Association canadienne des juristes-traducteurs

TABLE DES MATIÈRES

Onglet	Description des documents	Page

Volume 1

CAHIER DE PREUVE DE LA PROCUREURE GÉNÉRALE DU QUÉBEC

1.	Document d'information à propos de l'entente de principe, 19 septembre 2013	1
2.	Entente de principe pour l'établissement d'un régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, 19 septembre 2013	3
3.	Document d'information à propos de la version modifiée de l'entente de principe, 9 juillet 2014	15
4.	Entente de principe modifiée pour l'établissement d'un régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, 9 juillet 2014	16
5.	Document d'information sur le protocole d'accord, 8 septembre 2014	33
6.	Protocole d'accord, 8 septembre 2014	36
7.	Commentaire au sujet du cadre législatif et de gouvernance du régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, 8 septembre 2014	54
8.	Avant-projet de *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* — ébauche aux fins de consultation, 8 septembre 2014	71
9.	Avant-projet de *Loi provinciale sur les marchés des capitaux (LPMC)* — ébauche aux fins de consultation, 8 septembre 2014	120
10.	Protocole d'accord, 31 juillet 2015	263
11.	Version révisée de l'avant-projet de *Loi sur les marchés des capitaux provinciale-territoriale aux fins de consultation*, 25 août 2015	281

TABLE DES MATIÈRES

Onglet	Description des documents	Page
	Volume 2	
12.	Commentaire de l'OCRMC sur la version révisée de l'avant-projet de *Loi sur les marchés des capitaux provinciale-territoriale*, 25 août 2015	435
13.	Commentaire sur l'avant-projet de règlement initial en application de la *Loi sur les marchés des capitaux provinciale-territoriale,* 25 août 2015	460
14.	Projet de Règlement de l'ARMC 91-501 Dérivés et obligations coupons détachés, 25 août 2015	616
15.	Projet de Règlement de l'ARMC 91-502 Répertoires des opérations et déclaration de données sur les dérivés, 25 août 2015	630
16.	Observations de Davies sur l'avant-projet de *Loi sur les marchés des capitaux provinciale-territoriale*, 21 décembre 2015	664
17.	Protocole d'entente sur la surveillance des bourses et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations entre l'ASC, l'Autorité, la BCSC, la CVMM, la CVMO et la SFSC	697
18.	Liste des bourses, des autorités responsables et des autorités de dispense relative au Protocole d'entente sur la surveillance des bourses et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations au 1er juillet 2014	708
19.	Protocole d'entente sur la surveillance de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières	711
20.	Protocole d'entente relatif à la surveillance par l'Autorité européenne des marchés financiers du respect continu des conditions de reconnaissance par les contreparties centrales établies au Canada (Manitoba, Ontario, Québec)	726
21.	Protocole d'entente relatif à la surveillance du Fonds canadien de protection des épargnants	741

TABLE DES MATIÈRES

Onglet	Description des documents	Page
	Volume 3	
22.	a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk	755
	b) Curriculum vitae de M. Eric Spink	931
23.	a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique	935
	b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret	1129
24.	Arrêtés en conseil consacrant l'Entente de 1922 sur l'administration des pêcheries entre le gouvernement du Canada et le gouvernement du Québec	1143
25.	Arrêté en conseil 817-43 concernant l'administration des pêcheries des Iles-de-la-Madeleine	1151
26.	Arrêté en conseil 310-59 concernant l'inspection du poisson pour fins d'exportation	1153
27.	Plan national de commercialisation du lait, 26 juillet 1983	1154
	Volume 4	
28.	Amendement au Plan national de commercialisation du lait, 11 décembre 1986	1189
29.	Accord fédéral-provincial de 1978 relatif à la mise en place d'un système global de commercialisation du poulet au Canada	1203
30.	Accord fédéral-provincial de 2001 sur le poulet	1236
31.	Protocole d'entente pour un accord sur l'allocation de poulet à long terme, 10 novembre 2014	1287
32.	Accord fédéral-provincial de 1972 relatif à la mise en place d'un système global de commercialisation des œufs au Canada	1308

TABLE DES MATIÈRES

Onglet	Description des documents	Page
	Volume 4 *(suite)*	
33.	Accord fédéral-provincial de 1972 relatif à la mise en place d'un système global de commercialisation des œufs au Canada (modifié en 1976)	1342
34.	Entente concernant la création du Parc marin du Saguenay, 6 avril 1990	1388
35.	Décret 403-84 ajout à l'accord fédéral-provincial du 26 septembre 1973 relatif à la mise en place d'un système global de commercialisation des dindons au Canada, 22 février 1984	1395
36.	Décret de 1983 sur le bois du Québec, DORS/83-713	1401
37.	Décret sur l'eau d'érable et le sirop d'érable du Québec, DORS/93-154	1408
38.	Entente fédérale-provinciale sur les œufs d'incubation de poulet à chair, 1986	1414
39.	Plan tripartite national de stabilisation du prix du miel, 1989	1451
40.	Entente modificatrice n^{o} 2 Plan national tripartite de stabilisation des prix du miel, 1994	1477
41.	Retrait du Québec du Plan national tripartite de stabilisation du prix du miel, 1994	1485
42.	Plan tripartite national de stabilisation du prix des pommes, 9 juillet 1987	1487
43.	Plan tripartite national de stabilisation du prix des oignons	1507
44.	Plan tripartite national de stabilisation du prix des porcs, février 1989	1526
45.	Plan national de transition pour les porcs, 1995	1551

TABLE DES MATIÈRES

Onglet	Description des documents	Page
	Volume 4 *(suite)*	
46.	Entente sur les loteries de 1979	1576
47.	Entente sur les loteries de 1985	1579
48.	Accord entre le gouvernement du Canada et le gouvernement du Québec sur la gestion conjointe des hydrocarbures dans le golfe du Saint-Laurent, 24 mars 2011	1586

Onglet 22

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

SECURITIES REGULATION AND SYSTEMIC RISK

by

Eric Spink, QC

February 1st, 2016

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

TABLE OF CONTENTS

Page

INTRODUCTION AND EXECUTIVE SUMMARY I

(a) *Section 1: What is "Systemic Risk"?* i

(b) *Section 2: Regulation of Systemic Risk in the Financial Sector* ii

(c) *Section 3: Regulation of OTC Derivatives Markets* v

(d) *Section 4: Regulating Cross-Border Activity* vii

(e) *Section 5: Purported Scope of the draft Capital Markets Stability Act* ix

(f) *Section 6: Conclusion* xvi

1. WHAT IS SYSTEMIC RISK? 1

(a) Origin and definitions of the term 1

(b) Current views on the concept of systemic risk 5

(i) The concept is not confined to the financial system 5

(ii) Systemic risk is not new 6

(iii) The term is not always used in discussions of the concept 7

(iv) Systemic risk is normal 8

(v) The fallacy of composition 10

(vi) Systemic risk can be seen as an economic or political phenomenon 12

(vii) Legal dimensions of systemic risk 14

(c) Summary 17

2. REGULATION OF SYSTEMIC RISK IN THE FINANCIAL SECTOR 17

(a) Introduction 17

(b) Systemic risk regulation prior to the crisis - generally 18

(i) The role of international standard-setting bodies (SSBs) 20

(ii) The Payment Clearing and Settlement Act (Canada) 21

(iii) Securities regulation and systemic risk 23

a. IOSCO's Objectives and Principles 23

b. Cooperation with other regulators *25*

(c) Systemic risk regulation after the 2007/8 crisis 30

(i) IOSCO's 2010 Objectives and Principles of Securities Regulation (OPSR) 31

(ii) IOSCO's 2011 Discussion Paper, Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators 32

(iii) IOSCO's 2011 Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation 44

a. Financial Sector Assessment Program *47*

(iv) IOSCO 2013 Thematic Review of the Implementation of Principles 6 and 7 of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation 50

(v) Canadian securities regulators' response to IOSCO Thematic Review Questionnaire (CSR Response) 53

a. How do Canadian securities regulators define "systemic risk"? *54*

b. What is systemically important? *56*

c. Coordination and cooperation *58*

(d) Summary 65

3. REGULATION OF OTC DERIVATIVES MARKETS 67

(a) Background 67

(i) What are OTC derivatives markets? 67

(ii) High-level regulatory recommendations 69

a. OTCDWG Discussion Paper *69*

b. CSA Consultation Paper 91-401 Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada *74*

(b) Specific provisions regulating derivatives before 2009 81

(c) Specific provisions regulating derivatives since 2009 84

(i) Surveillance, market conduct and enforcement 84

a. Regulatory objectives *84*

b. Comparison of regulatory mechanisms *85*

(ii) Trade reporting 87

a. Regulatory objectives *87*

b. Comparison of regulatory mechanisms *88*

(iii) Central counterparty clearing 90
a. The Clearing Rule 91
I. Regulatory objectives....91
II. Comparison of regulatory mechanisms....92
b. NI 24-102 Clearing Agency Requirements....92
I. Regulatory objectives....92
II. Comparison of regulatory mechanisms....94
(iv) Segregation and portability of customer property 96
a. Regulatory objectives 96
b. Comparison of regulatory mechanisms 98
c. The Customer Clearing Rule 99
I. Regulatory objectives....99
II. Comparison of regulatory mechanisms....101
(v) Registration requirements 105
a. Regulatory objectives 105
b. Comparison of regulatory mechanisms 107
(vi) Trading Facilities....112
a. Regulatory objectives 112
b. Comparison of regulatory objectives....114
(d) Summary – OTC derivatives provisions in context....115
4. REGULATING CROSS-BORDER ACTIVITY 119
(a) Cross-border securities regulation – overview 119
(i) Cross-border tools: national treatment; recognition; passporting....120
(ii) Assessing/recognizing foreign regulation 122

(b) Cross-border regulation of OTC derivatives markets 125

(c) Can systemic risk be exported? 128

(d) Summary 132

5. PURPORTED SCOPE OF THE DRAFT CAPITAL MARKETS STABILITY ACT 133

(a) CMSA definition of "systemic risk related to capital markets" 133

(b) What is "systemically important" or "systemically risky"? 135

(c) The purpose of the CMSA assessment/designation 140

(d) What kinds of regulations are authorized by the CMSA? 143

(i) Regulation of benchmarks 146

(e) Summary 148

6. CONCLUSION 149

SCHEDULE A – ACRONYMS 1

SCHEDULE B – BIOGRAPHICAL NOTES 1

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Introduction and Executive Summary

I have been asked to describe legislative facts illustrating the purpose and background of securities regulation intended to reduce systemic risk. This evidence expands upon evidence I gave in 2010, which described details of the relationship between securities regulation, contract and property law, and the mechanisms used to reduce systemic and other risks in securities markets. This evidence concentrates, however, on systemic risk, by examining how international standards are being implemented by Canadian securities regulation explicitly aimed at reducing systemic risk in over-the-counter (OTC) derivatives markets.

I have also been asked to describe how securities regulation intended to reduce systemic risk applies to cross-border transactions.

Finally, I was asked to consider the extent to which the August 2014 consultation draft of the federal *Capital Markets Stability Act* (CMSA) purports to authorize regulations that might substantively replicate the OTC derivatives provisions and existing securities regulation.

My evidence is summarized below.

(a) *Section 1: What is "Systemic Risk"?*

Section 1 reviews the concept and terminology of systemic risk. The purpose of Section 1 is to provide background and context for the progressively more detailed examination of the regulation of systemic risk in the financial system in the sections that follow.

Systemic risk is a relatively new term used to describe an important but nebulous concept. The concept is as old as financial crises. It has been studied intensively, especially since the 2007/8 financial crisis, and is generally understood, yet there is no single definition of systemic risk (or related concepts like systemic "importance", "event", or "crisis"). Instead, we have many descriptive definitions of these concepts, which are not better or worse in the abstract, but are crafted for specific purposes.

Section 1 reviews some current conceptual thinking about systemic risk and various definitions. Although systemic risk is not confined to the financial system, most definitions of systemic risk are economic definitions and all definitions normally include an economic component. For illustrating legislative facts, the most important descriptive definitions are those used in the context of regulating systemic risk in the financial system, as reflected by rules specifically designed to reduce systemic risk.

Section 1 introduces the fact that laws can reduce, or create, systemic risk in the financial system. The legal dimensions of systemic risk include the entire legal framework supporting the financial system and its regulation (including: securities;

corporate; contract; commercial; property; taxation; bankruptcy and insolvency; competition; and banking law; as well as the judicial system and the enforceability of awards, including foreign awards). Because securities (equities, debt, and derivatives) are intangibles, and markets are international, it is often necessary to consider how both private and public international law affect transactions. It is therefore normal for individual components of transactions to be governed by the laws, including but not limited to regulatory laws, of different jurisdictions.

The following sections of my evidence examine the legal dimensions of systemic risk in progressively increasing detail, with particular focus on the role of securities regulation, to illustrate the legislative facts of provisions intended to reduce systemic risk.

(b) *Section 2: Regulation of Systemic Risk in the Financial Sector*

Section 2 is an overview of how systemic risk has been regulated in the financial sector, historically and currently.

The regulation of systemic risk in the financial sector is a multifaceted endeavor that has increasingly become the focus of international standard-setting bodies (SSBs) such as the: Basel Committee on Banking Supervision (BCBS); Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS); and International Organization of Securities Commissions (IOSCO). The purpose and background of regulation, before and after the 2007/8 crisis, are most evident in material produced by SSBs.

SSBs produce "soft" law, in the form of regulatory objectives, principles and functional outcomes. These regulatory objectives are designed to be implementable across a wide range of national legal frameworks, and are directed generally towards the relevant "authorities" in each jurisdiction. The "hard" law – the regulatory mechanisms used to achieve the objectives – varies according to each jurisdiction's legal and regulatory framework. For illustrating legislative facts, it is useful to distinguish between regulatory *objectives* (including principles, purposes, and functional outcomes described by SSBs) and the regulatory *mechanisms* used to achieve them.

By the mid-1990s, SSBs were already working cooperatively to address systemic risk, using complementary regulatory mechanisms. For example, in 1996 the BCBS and IOSCO jointly identified eight major principles guiding their efforts to address systemic risk in global financial markets:

1. cooperation and information flows among supervisory authorities should be as free as possible from impediments both nationally and internationally;
2. all banks and securities firms should be subject to effective supervision, including the supervision of capital;

3. geographically and / or functionally diversified financial groups require special supervisory arrangements;
4. all banks and securities firms should have adequate capital;
5. proper risk management by the firm is a prerequisite for financial stability;
6. the transparency and integrity of markets and supervision rely on adequate reporting and disclosure of operations;
7. the resilience of markets to the failure of individual firms must be maintained; [and]
8. the supervisory process needs to be constantly maintained and improved.

IOSCO identified the potential for systemic risk in clearing and settlement systems in 1990. IOSCO worked to implement the G30's 1989 recommendations for clearing and settlement systems, and also worked together with the CPSS and BCBS to strengthen the oversight of such systems. The last outstanding G30 recommendation (same-day payment finality) was addressed in Canada by the 1996 *Payment Clearing and Settlement Act*, which included a definition of systemic risk.

When IOSCO first drafted its *Objectives and Principles of Securities Regulation* in 1998, it identified the reduction of systemic risk as one of three core objectives of securities regulation. It described how principles relating to enforcement, cooperation in regulation, market intermediaries, and clearing and settlement could reduce systemic risk.

The 2007/8 crisis prompted a complete reexamination of financial sector regulation relating to systemic risk and produced a vast quantity of material. My evidence concentrates on IOSCO-related material because it is most focused on the role of securities regulation in reducing systemic risk, and because it best illustrates the relationship between the global regulatory objectives described by IOSCO and the regulatory mechanisms used to implement them in Canada.

IOSCO observed a significant sharpening of focus on systemic risk after the 2007/8 crisis. In 2010, IOSCO revised its *Objectives and Principles of Securities Regulation*, adding eight new Principles including Principle 6: "The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate." In 2011, IOSCO published its Discussion Paper *Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators*, which aimed to provide insight into how securities regulators should identify, monitor, mitigate and manage systemic risk. It included a description of the Canadian Securities Administrators (CSA) Systemic Risk Committee formed in 2009, how that Committee assessed systemic risks and how, in many cases, areas of potential concern were already being considered as part of the existing policy development process within the CSA (such as OTC derivatives and credit rating agencies).

Also in 2011, IOSCO produced an updated *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, which introduced new assessment methodology for the new principles, and updated methodology for existing principles. The new methodology for Principle 6 noted that a number of other principles also contribute to the regulator's efforts to identify, mitigate, and manage systemic risk, including principles relating to: the perimeter of regulation; conflicts of interest; cooperation and information-sharing with other regulators; oversight of credit rating agencies; oversight of hedge funds and/or hedge funds managers and advisors; procedures for dealing with the failure of a market intermediary; and supervisory requirements of clearing and settlement.

In 2012, IOSCO's Assessment Committee undertook a Thematic Review of the implementation of Principles 6 and 7 of the IOSCO *Objectives and Principles of Securities Regulation*. This Thematic Review was based on survey responses from 34 IOSCO members from 31 jurisdictions, including a joint response from the Ontario Securities Commission, the Autorité des marchés financiers of Québec, and the Alberta Securities Commission, which was intended to generally reflect the securities regulatory environment in Canada. That response is the best available description of how Canadian securities regulators – particularly the CSA Systemic Risk Committee - are implementing IOSCO's new principles relating to systemic risk, including:

- how securities regulation fits within the regulatory structure of the Canadian financial sector and within the Canadian legal framework;
- how various components of the structure and framework work together to address systemic risk;
- how the CSA defines "systemic risk" and what is "systemically important" to them;
- how Canadian securities regulators coordinate and cooperate with the Bank of Canada, OSFI and the federal Department of Finance through the Heads of Agencies; and
- regulatory initiatives undertaken by the CSA to reduce systemic risk, including the regulation of OTC derivatives markets.

For the purposes of identifying and analyzing systemic risk, the CSA Systemic Risk Committee developed the following working definition from the perspective of securities regulation:

> Systemic risk in the capital markets is the risk of a shock:
>
> (i) affecting a significant number of market participants contemporaneously; and
>
> (ii) which may directly or indirectly result in:

(A) a broad decrease in the availability, or a significant increase in the cost, of capital for issuers and individuals; and/or

(B) a significant erosion of investor confidence in the fairness and efficiency of the capital markets.

The 2013 *Final Report* of IOSCO's Thematic Review observes that there is no one-size-fits-all approach to implementing the new principles related to systemic risk. The CSA's working definition of systemic risk and its approach to determining what is systemically important are clearly consistent with IOSCO's positions and recommendations. It is also clear that Canadian securities regulators are working cooperatively with other financial sector regulators on various initiatives to reduce systemic risk, including the regulation of OTC derivatives markets.

(c) *Section 3: Regulation of OTC Derivatives Markets*

The regulation of OTC derivatives markets is arguably the most prominent global initiative to reduce systemic risk since the 2007/8 crisis. This section examines that initiative, beginning at a high level and then proceeding to a more granular analysis of regulatory provisions implemented or proposed in Canada. This section then compares the regulatory objectives and mechanisms of the OTC derivatives provisions with the regulatory objectives and mechanisms of existing securities regulation.

The Canadian OTC derivatives provisions, like similar provisions globally, stem from policy decisions made by the G20 in 2009 directing that:

> All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements.

The high-level background to current Canadian initiatives dealing with OTC derivatives are best summarized by two papers published almost simultaneously in 2010: a Discussion Paper from the Canadian OTC Derivatives Working Group (comprised of representatives of the Bank of Canada, OSFI, the federal Department of Finance, and securities regulatory authorities from Ontario, Québec and Alberta); and a Consultation Paper from the CSA Derivatives Committee.

Since then, the CSA Derivatives Committee has published seven additional consultation papers dealing specifically with the regulation of OTC derivatives, and CSA member jurisdictions have implemented or published a number of provincial, multilateral or national rules. The consultation papers and rules divide the regulatory initiative into

complementary segments corresponding to the regulatory mechanisms being employed. The segments are described using the following headings:

- surveillance, market conduct and enforcement;
- trade repositories;
- central counterparty clearing;
- segregation and portability;
- registration; and
- trading facilities.

For each segment, I examine the regulatory objectives of the OTC derivatives provisions and the regulatory mechanisms used to achieve those objectives, comparing them with the objectives and mechanisms of existing securities regulation. The comparison shows that the OTC derivatives provisions deliberately use the same regulatory mechanisms used historically in securities markets to achieve the same regulatory objectives (protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; and reducing systemic risk) in the particular context of OTC derivatives markets. Although adapted to characteristics of OTC derivatives markets, the mechanisms are unchanged and the new provisions are incremental or evolutionary changes to existing law. They regulate the property, contractual and civil rights of persons involved in derivatives transactions in the same way that existing securities regulation regulates securities transactions.

The Canadian OTC derivatives provisions clearly reflect, and are consistent with, the discussions of systemic risk and systemic importance in the consultation material published by the CSA Derivatives Committee, and in the volume of material and recommendations from SSBs, especially IOSCO. The provisions implement all 25 of the 38 IOSCO *Principles* that are applicable to OTC derivatives markets, as shown in the table below.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

Category of IOSCO Principles of Securities Regulation (and Principle #s)	Implemented by OTC derivatives provisions
A. Principles Relating to the Regulator (1-8)	✓
B. Principle Relating to Self-Regulation (9)	NA
C. Principles Relating to Enforcement (10-12)	✓
D. Principles Relating to Cooperation (13-15)	✓
E. Principles Relating to Issuers (16-18)	NA
F. Principles For Auditors, Credit Rating Agencies, and Other Information Service Providers (19-23)	NA
G. Principles Relating to Collective Investment Schemes and Hedge Funds (24-28)	NA
H. Principles Relating to Market Intermediaries (29-32)	✓
I. Principles Relating to the Secondary Markets (33-37)	✓
J. Principle Relating to Clearing and Settlement (38)	✓

(d) *Section 4: Regulating Cross-Border Activity*

Cross-border securities transactions were normal before the advent of statutory securities regulation so, too, has been the cross-border application of such regulation. The current state of cross-border regulation is described by the 2015 *Final Report* of the IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation, which classified cross-border regulatory tools into three main types:

- national treatment (applying domestic regulation);
- recognition (foreign regulatory regime recognized if sufficiently comparable to domestic regime, enabling "substituted compliance"); and
- passporting (compliance with one jurisdiction's regime has legal effect among passport jurisdictions).

All these tools are already used by some Canadian jurisdictions. All Canadian provinces and territories, except Ontario, have implemented a *passport system* that enables a securities market participant to obtain a receipt for a prospectus, seek exemptive relief, or become registered or designated by generally dealing only with its "home" regulator. The Canadian "passport jurisdictions" also *unilaterally recognize* regulatory decisions

made by the Ontario Securities Commission. Canadian regulators and the US SEC *mutually recognize* each other's regulatory requirements for purposes of the Canada-US Multijurisdictional Disclosure System, which permits certain Canadian and US issuers to issue securities in the other country relying primarily on local prospectus and continuous-disclosure documents. Ontario generally imposes *national treatment* on market participants from the rest of Canada, and all Canadian jurisdictions impose *national treatment* on some foreign market participants. National treatment is the default position in cross-border regulation, because it applies unless there is some type of passporting or recognition system in place, or unless an exemption is obtained in advance.

Currently, there are significant differences between the US and EU approaches to certain aspects of OTC derivatives regulation, which have thus far prevented mutual recognition of their respective regulatory regimes. Since cross-border OTC derivatives transactions are the norm, and the US and EU are the two largest participants in the global market, there is significant pressure to resolve these issues and we should expect them to be resolved. The Canadian OTC derivatives provisions have been developed with a view to ongoing regulatory developments in the US and EU, and in anticipation of relying upon foreign regulation and oversight where it is reasonable to do so. Although global standards are still being developed, the work to date strongly suggests that Canadian standards will be harmonized with global standards, enabling substituted compliance across jurisdictions, and continuing to provide qualified Canadian counterparties with access to global OTC derivatives markets. The regulatory mechanisms are the same as existing securities regulation, including the reliance upon mutual recognition and substituted compliance.

The question arises of whether systemic risk can be exported from a jurisdiction that does not regulate OTC derivatives transactions. The short answer is no – an "unregulated jurisdiction" poses no significant threat because cross-border transactions must normally comply with the most stringent regulatory requirements imposed by any jurisdiction involved, and market participants normally adhere to the highest standards in any event. The only "unregulated transactions" would be when both counterparties are located in the "unregulated jurisdiction". Even a "rogue jurisdiction" seeking to externalize systemic risk can only export it to the extent that more credible jurisdictions are willing to import it, because any credible jurisdiction can effectively shut out entities or activities from rogue jurisdictions by imposing strict national treatment.

Moreover, cross-border securities transactions have been normal since the 19th century and, historically, Canada has excelled at cross-border regulatory coordination. The Canada-US Multijurisdictional Disclosure System and the Canadian Passport System are remarkable achievements by global standards. In my experience, one reason why Canadian securities regulators have tended to excel at international coordination is

because they have experience with a sophisticated coordination system domestically. Another reason is that Canadian securities regulation exhibits the highest level of implementation of international standards: Canada is the only country so far to have achieved a grading of (at least) "broadly implemented" for all the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, so it is the only country to satisfy all of the "benchmarks that reflect international standards" used to evaluate foreign regimes described by the IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation. The CSA material demonstrates an advanced understanding of both the need for coordination and the techniques available, so it seems probable that Canadian OTC derivatives provisions will be coordinated and consistent with international standards.

The cross-border application of Canadian OTC derivatives provisions will be the same as the cross-border application of existing securities regulation. Coordination among Canadian jurisdictions, and internationally, will rely upon the same mechanisms as securities regulation – primarily, mutual recognition and substituted compliance – to address cross-border transactions.

(e) *Section 5: Purported Scope of the draft Capital Markets Stability Act*

Since no regulations have been proposed under the CMSA, it is necessary to speculate about what regulations might be authorized by it. This section considers the extent to which the CMSA purports to authorize regulation substantively similar to the Canadian OTC derivatives provisions and, more generally, the extent to which the CMSA purports to authorize regulations substantively similar to existing provincial securities regulation.

The first part of this section compares key terms used in the CMSA ("systemic risk related to capital markets", "systemically important", and "systemically risky") with similar terms used by SSBs and Canadian securities regulators. The comparison suggests that the terms have similar meanings. It follows that all the matters addressed by the Canadian OTC derivatives provisions and most, if not all, existing securities regulation could be designated as systemically important under the CMSA.

The second part of this section compares the CMSA's descriptions of the kinds of regulation purportedly authorized by the CMSA with the Canadian OTC derivatives provisions, and other existing securities regulation. The comparison suggests that the OTC derivatives provisions, and all existing securities regulation, could be replicated by regulations made under the CMSA.

The CMSA's definition of "systemic risk related to capital markets" and its process for designating something as "systemically important" are essentially the same as those used by SSBs and the CSA in the context of developing the Canadian OTC derivatives provisions. The designation process recognizes that "systemic importance does not necessarily mean that a specific systemic risk exists". The CMSA lists factors to be

considered in the designation process, which use largely the same vocabulary and appear to be a condensation of factors described by SSBs and the CSA.

This is illustrated by the table below, which shows how some of the factors listed in the CMSA correspond with: 13 "systemic risk factors for securities markets" described by the IOSCO Research Department in 2012 (IOSCO Factors); six criteria developed by the Financial Stability Board and the European Systemic Risk Board (FSB/ESRB); and five criteria used by the CSA Systemic Risk Committee (CSA).

	CMSA Factors						
	s. 18 (2) Trading facilities	s. 20 (2) Clearing houses	s. 23(2) Credit rating organizations	s. 25(2) Benchmarks	s. 27(2) Capital Market Intermediaries	s. 30(2) Products	s. 32(2) Practices
IOSCO Factor ◊ **= FSB/ESRB** § **= CSA**							
Size ◊§	●	●	●	●	●	●	●
Liquidity ◊					●		●
Cross-jurisdictional	●	●	●	●	●	●	●
Transparency							
Interconnectedness ◊§	●	●	●	●	●	●	
Substitutability and institution structure ◊§	●	●	●	●	●	●	
Market integrity and efficiency							
Concentration	●	●					
Behaviour				●			
Incentive structure							
Leverage ◊					●		●
Regulation §							●
Complexity ◊§					●	●	

The following table illustrates this another way. It compares the CSA's list of "entities, market participants and investment products that could potentially be systemically important to Canada", with the CMSA provisions that seem applicable. It shows that the CMSA, again, uses largely the same vocabulary, and that every subject identified by the CSA is covered by at least one of the CMSA provisions, and vice versa.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

	CMSA Provision						
	s. 18 (2) Trading facilities	s. 20 (2) Clearing houses	s. 23(2) Credit rating organizations	s. 25(2) Benchmarks	s. 27(2) Capital Market Intermediaries	s. 30(2) Products	s. 32(2) Practices
CSA list							
Clearing and settlement systems		●	●	●	●	●	●
OTC derivatives markets; interconnection; transparency	●	●		●	●	●	●
Credit Rating Organizations			●				
Securities dealers; liquidity					●		
Securitized investments; complexity; linked exposures						●	
Hedge Funds; liquidity; interconnection					●	●	
Electronic/high-frequency trading	●				●		
Repo markets; liquidity		●					●

It follows that all the entities, products and practices addressed by the OTC derivatives provisions could be designated as systemically important under the CMSA.

Although the CMSA uses essentially the same process as SSBs and the CSA for determining what is systemically important, the CMSA uses that process for a significantly different purpose – assigning jurisdiction to the CMRA. SSBs' guidelines for assessing systemic importance are aimed generally at "national authorities" and are intended to assess whether, how and to what extent matters should be regulated, not to identify the responsible regulator. In effect, the CMSA takes the economic/regulatory definitions of systemic risk and systemic importance used by SSBs and the CSA, and converts them into constitutional definitions by attaching constitutional significance to designations of systemic importance.

This contrast in purpose is evident in the different criteria used for determining systemic importance. Although the CSA process used many of the same criteria used by the CMSA, the CSA also used "the added criteria of considering the level of regulation in place and the jurisdiction of Canadian securities regulators." The CSA's first additional criterion recognized that "areas that operate under structured regulatory regimes are less likely to pose systemic risk compared to categories that are less regulated or exempted." It is also reflected in the CSA's list of "entities, market participants and investment products that could potentially be systemically important to Canada" shown

in the table 4 above, which does not include major areas covered by existing securities regulation (such as the rules relating to distribution, disclosure, and trading of conventional securities), because they are already perceived to be adequately regulated, and because the CSA's purpose was to identify significant new or unregulated sources of systemic risk.

In contrast, the CMSA process for determining what is systemically important generally does not consider the extent of existing regulation. That extends significantly the range of what may be designated systemically important, to include matters that are already adequately regulated but would be potential sources of systemic risk if they were not adequately regulated. It raises the question of whether entities, products and practices regulated by existing securities regulation could be designated as systemically important. I suggest that most, if not all, matters addressed by existing securities legislation are potentially systemically important and, therefore, subject to designation under the CMSA.

This suggestion is based on the overall view of the role of securities regulation described in my 2010 evidence. The fundamental point is that the reduction of systemic risk is one of three core objectives of securities regulation. It is closely related and, in some respects, overlaps with the other two objectives: the protection of investors; and ensuring that markets are fair, efficient and transparent. The reduction of systemic risk may be seen as a component of the other two objectives, or as an extension of investor-protection concepts into the operational details of markets, but from any perspective it is an integral part of "traditional" securities regulation. This is affirmed by IOSCO's statement that "[s]ystemic risk can also take the form of a more gradual erosion of market trust caused by inadequate investor protection standards, lax enforcement, insufficient disclosure requirements, inadequate resolution regimes or other factors", and the FSB-IMF-BIS observation that "[a]ll types of financial intermediaries, markets and infrastructure can potentially be systemically important to some degree."

Obversely stated, it seems impossible to argue plausibly that any entity, product or practice that is currently the subject of securities regulation is "systemically unimportant" – that it has zero potential to pose systemic risk. Such an argument would underestimate the interconnectedness of markets and ignore the history of unforeseen systemic risks. Such an argument would also have to contend with the fact that the new provisions – deliberately – use the same regulatory mechanisms used historically in securities regulation. The argument would therefore also have to distinguish somehow between "important" and "unimportant" applications of, for example, market transparency mechanisms, which does not seem possible when those mechanisms apply to dynamic markets over long periods of time. Moreover, it seems obvious that, if the securities legislation of the 1930s had been drafted using the vocabulary and

approach of the CMSA, we could have exactly the same securities regulation that exists today, all based on designations of systemic importance.

In summary, the Canadian OTC derivatives provisions and most, if not all, existing securities regulation deals with matters that could be designated as systemically important under the CMSA.

The second part of this section compares the types of regulations purportedly authorized under the CMSA with the Canadian OTC derivatives provisions and existing securities regulation.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The CMSA lists some of the "content of regulations" that can be made under the CMSA after something has been designated as systemically important. The listed contents are worded broadly and, again, appear to be a condensation of descriptions by SSBs and the CSA, using largely the same vocabulary. This is shown in the following table.

	Content of regulations under CMSA							
	Risk management, internal controls	Transparency	Governance	Capital, leverage, financial resources	Business continuity, recovery, winding up	Disclosure	Margin, collateral, credit protection, position limits	Liquidity
CMSA s. 11 Trade Repositories	●					●		
CMSA s. 19 Trading facilities		●	●	●	●			
CMSA s. 21 Clearing houses	●	●	●	●	●		●	
CMSA s. 24 Credit rating organizations	●		●			●		
CMSA s.26 Benchmarks			●		●			
CMSA s.28 Capital Market Intermediaries	●		●	●	●	●		●
CMSA s.31 Products	●	●		●		●	●	●
CMSA s.33 Practices	●	●	●	●		●	●	

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The following table shows some existing or proposed securities regulations that could be replicated by regulations under the CMSA.

	Existing/proposed regulations
CMSA s. 11 Trade repositories	*Regulation 91-507 respecting trade repositories and derivatives data reporting* and proposed similar provisions
CMSA s. 19 Trading facilities	NI 21-101 *Marketplace Operation*; NI 23-101 *Trading Rules*; NI 23-103 *Electronic Trading And Direct Electronic Access To Marketplaces*; NI 24-101 *Institutional Trade Matching and Settlement*; and the proposed regulatory framework for derivatives trading facilities
CMSA s. 21 Clearing houses	NI 24-102 *Clearing Agency Requirements*; and the proposed Customer Clearing Rule
CMSA s. 24 Credit rating organizations	NI 25-201 *Designated Rating Organizations*
CMSA s.26 Benchmarks	None
CMSA s.28 Capital Market Intermediaries	NI 31-103 *Registration Requirements, Exemptions, and Ongoing Registrant Obligations*; NI 33-105 *Underwriting Conflicts*; NI 33-109 *Registration Information*; and the proposed registration regime for key derivatives market participants
CMSA s.31 Products	All of the above; existing rules relating to "Distribution Requirements", "Ongoing Requirements for Issuers and Insiders", and "Investment Funds"; and proposed NI 94-101 *Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives*
CMSA s.33 Practices	All of the above

The list of potentially replicated regulations is illustrative, not exhaustive.

The only regulations purportedly authorized by the CMSA with no existing provincial counterpart are those relating to benchmarks. That is because benchmarks, historically, were not regulated, directly, by anyone. It is therefore not clear to what extent the CMSA may overlap with securities regulation in this particular area.

The Canadian OTC derivatives provisions have been explicitly described in terms of systemic risk and systemic importance, so it seems beyond question that the entities, products and practices addressed by those provisions could all be designated as systemically important under the CMSA, and those provisions could be replicated by regulations made under the CMSA. Although there has been relatively little discussion of existing components of securities regulation in terms of systemic risk or systemic

importance, the reduction of systemic risk has always been an integral part of existing securities regulation, and the regulatory mechanisms being used to reduce systemic risk in the Canadian OTC derivatives provisions are the same mechanisms used historically by securities regulation for the same purposes. Most, if not all, existing securities regulation therefore deals with matters that could be designated as systemically important under the CMSA, and replicated by regulations made under the CMSA.

(f) *Section 6: Conclusion*

I was asked to describe three things: legislative facts illustrating the purpose and background of securities regulation intended to reduce systemic risk; how such regulation applies to cross-border transactions; and the purported scope of the CMSA.

It is necessary to speculate about the scope of the CMSA, but it seems clear that the CMSA purports to authorize regulations replicating the OTC derivatives provisions and most, if not all, existing securities regulation. The CMSA's definition of "systemic risk related to capital markets" and its approach to designation of an entity, product or practice as "systemically important" are basically the same as those used by SSBs and Canadian securities regulators. The CMSA, however, uses designations of systemic importance for a significantly different purpose – to define the jurisdictional scope of the legislation. In effect, the CMSA takes the economic/regulatory definitions of systemic risk and systemic importance used by SSBs and Canadian securities regulators, and converts them into constitutional definitions by attaching constitutional significance to designations of systemic importance.

The bulk of my evidence focuses on actual examples of regulation intended to reduce systemic risk, such as the Canadian OTC derivatives provisions. It describes how the OTC derivatives provisions, developed as part of a global initiative to reduce systemic risk, will apply to cross-border transactions in the same way that securities regulation has applied to cross-border transactions historically. As with securities, jurisdictions can avoid importing systemic (or other) risk by imposing strict national treatment on undesirable foreign entities, products or activities. However, most regulatory efforts have been directed towards mutual reliance and substituted compliance – areas where Canada has excelled historically – and the OTC derivatives provisions use the same mechanisms used in existing securities regulation.

The main point of my evidence has been to describe legislative facts illustrating the purpose and background of securities regulation intended to reduce systemic risk. My evidence suggests that the OTC derivatives provisions and existing securities regulation share essentially identical legislative facts, purposes and background, and that the new provisions are evolutionary, not revolutionary, steps in securities regulation.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The OTC derivatives provisions deliberately use the same regulatory mechanisms to achieve the same regulatory objectives (protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; and reducing systemic risk) in the particular context of OTC derivatives markets. The fact that the new provisions use mainstream securities regulatory mechanisms (such as: market conduct and enforcement; transparency; segregation and portability of client assets; registration requirements; and regulation of trading facilities) basically affirms that those mechanisms have been effectively reducing systemic risk since long before the term was invented.

Although described in the new vocabulary of systemic risk and systemic importance, the OTC derivatives provisions are essentially the same as existing securities regulation. They reduce systemic risk by regulating the property, contractual and civil rights of persons involved in derivatives transactions in the same way that existing securities regulation regulates securities transactions.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

1. WHAT IS SYSTEMIC RISK?

This section reviews the concept and terminology of "systemic risk".

Systemic risk is a relatively new term, used to describe an important but nebulous concept. The term has been frequently used as a buzzword. There is no single definition of systemic risk (or related concepts like systemic "importance", "problem", "vulnerability", "event" or "crisis"), but there are many descriptive definitions. Individual definitions are not better or worse than others in the abstract, but are crafted for specific purposes.

This section reviews the origins of the term, definitions used in various contexts, and some current views on the concept of systemic risk. The purpose of this section is to provide background and context for more detailed examination of systemic risk in Section 2 (focusing on how systemic risk has been defined and addressed in financial-sector and securities regulation generally) and Section 3 (focusing on current initiatives to regulate systemic risk in OTC derivatives markets).

(a) Origin and definitions of the term

Systemic risk is a relatively new term, first used in academic literature by economist William R. Cline in 1984.[1] Cline analyzed the Latin American debt crisis of 1982-3 with emphasis on the exposure of US banks, describing how "[t]he external debt situation clearly poses a potential risk to the international financial system", which he referred to as "systemic risk".[2] Cline did not define the term, using it only once in the text, referring also to "systemic strains"[3] and "systemic vulnerability".[4]

---

[1] W.R. Cline, *International Debt: Systemic Risk and Policy Response* (Cambridge and London: MIT Press, 1984), 143. See also: O. Ozgöde, "The emergence of systemic financial risk: From structural adjustment (back) to vulnerability reduction" (2011) 1 Limn 27, online: http://limn.it/the-emergence-of-systemic-financial-risk-from-structural-adjustment-back-to-vulnerability-reduction/; and J.-P. Zigrand, "Systems and Systemic Risk in Finance and Economics", London School of Economics and Political Science, Systemic Risk Centre Special Paper No. 1, January 2014 (Zigrand 2014), online: http://www.systemicrisk.ac.uk/sites/default/files/downloads/publications/sp-1_0.pdf at 32, n.18.

[2] Cline, *supra* note 1, at 143.

[3] *Ibid* at 149.

[4] *Ibid* at 21. Cline noted the significance of bank exposure: "Significant default on sovereign debt last occurred in the 1930s. But most of the debt was in the form of bonds. While its loss hurt individual bondholders, the damage did not extend beyond them. Today the bulk of sovereign debt to private sources is in the form of bank lending. Because banks are highly leveraged financial intermediaries, the economic damage from default could be multiplied several fold." *Ibid.*

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Systemic risk was aptly described by a Canadian in 1989 as "a concept in search of a definition".[5] Today there is still "no consensus regarding the concept of financial stability and systemic risk".[6] There is still no "one definition",[7] no "generally accepted definition",[8] and no "definitive" or "commonly accepted" definition of systemic risk.[9]

The definitional problem was described in 1995 by Alan Greenspan as follows:

> It would be useful to central banks to be able to measure systemic risk accurately, but its very definition is still somewhat unsettled. It is generally agreed that systemic risk represents a propensity for some sort of significant financial system disruption. Nevertheless, after the fact, one observer might use the term "market failure" to describe what another would deem to have been a market outcome that was natural and healthy, even if harsh....Until we have a common

---

[5] S. O'Connor, Bank of Canada, "Systemic Risk in Securities Markets: a Concept in Search of a Definition", unpublished paper written for the Ad Hoc Group of Experts on Securities Markets, October 1989, cited in Organization For Economic Cooperation and Development, *Systemic Risks In Securities Markets*, 1991 at para 27. O'Connor offered the following definition: "systemic risk is the financial risk that arises from institutional and structural arrangements in markets which all participants (in the economy) must bear as a group", *ibid*.

[6] P. Smaga, "The Concept of Systemic Risk", London School of Economics and Political Science, Systemic Risk Centre Special Paper No. 5, August 2014, online: http://eprints.lse.ac.uk/61214/1/sp-5.pdf at 2. Other surveys of the literature on systemic risk include: E.P. Davis, *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk* (Oxford: Clarendon Press, 1992) (Davis 1992); G. Kaufman, "Banking Contagion: Theory and Evidence", (1992) Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper Series WP-92-13, online: https://www.chicagofed.org/publications/working-papers/1992/1992-12; O. De Bandt & P. Hartmann, "Systemic Risk: A Survey", European Central Bank Working Paper No. 35, November 2000, online: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp035.pdf; J. Dow, "What Is Systemic Risk? Moral Hazard, Initial Shocks, and Propagation", (2000) 18 Monetary and Economic Studies, 1, online: http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/fmes00.html; S.L. Schwarcz, "Systemic Risk" (2008) 97 Georgetown L.J. 193, online: http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2549&context=faculty_scholarship; V.V.Acharya et al, "Measuring Systemic Risk" AFA 2011 Denver Meetings Paper, May 2010, online: http://ssrn.com/abstract=1573171 ; G. Galati and R. Moessner, "Macroprudential policy – a literature review", De Nederlandsche Bank Working Paper No. 267, December 2010, online: http://www.bis.org/publ/work337.pdf; D. Bisias et al, "A Survey of Systemic Risk Analytics", U.S. Department of the Treasury, Office of Financial Research Working Paper #0001, January 5, 2012, online: https://financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp0001_BisiasFloodLoValavanis_ASurveyOfSystemicRiskAnalytics.pdf; and Zigrand, *supra* note 1.

[7] "It is worth noting that there is no one definition of systemic risk, which this chapter defines as the large losses to other financial institutions induced by the failure of a particular institution due to its interconnectedness." International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System,* April 2010, online: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/text.pdf.

[8] S.C.W. Eijffinger, "Defining and Measuring Systemic Risk", European Parliament Directorate General For Internal Policies, Economic and Monetary Affairs, 2009, online: http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/200911/20091119ATT64822/20091119ATT64822EN.pdf at 3.

[9] Zigrand, *supra* note 1 at 3.

> theoretical paradigm for the causes of systemic stress, any consensus of how to measure systemic risk will be difficult to achieve.[10]

The definitional problem was described in 2010 by 15 prominent US economists in the *Squam Lake Report*[11] as follows:

> Defining just what constitutes a "systemic" problem during a financial crisis will be a central challenge for the systemic regulator and for those crafting legislation that empowers and limits the regulator. No precise definition of a "systemic" problem exists. We do not have one and we are not aware of anyone who does. The structure of systemic regulation must therefore reflect the fact that the concept is elusive and that officials might feel a strong temptation to invoke ill-defined "systemic" fears as a pretext for unwarranted action.[12]

Other economists recently observed:

> In our daily interactions with policy makers, central bankers, regulators, and academics, we have noticed a generalized confusion of the meaning of systemic risk and macroprudential regulation. Both terms are frequently used as buzzwords in the realm of policy-making.[13]

Without a single definition, we must consider the variety of descriptive definitions of systemic risk, which have been described as "the operational and somehow ad-hoc definitions currently in use".[14] Bisias et al (2012) conducted a non-exhaustive survey of 31 "systemic risk measures and conceptual frameworks that have been developed over the past several years".[15] The survey was focused "squarely on the needs of regulators and policy makers, who… are solely charged with the responsibility of ensuring financial stability from day to day." Referring to the financial stability mandates given to the Financial Stability Oversight Council by the 2010 Dodd Frank Act in the US, they said:

> The starting point for all of these directives is the accurate and timely measurement of systemic risk. The truism that "one cannot manage what one

[10] G.F. Kaufman, "Bank Failures, Systemic Risk and Bank Regulation" (1996) 16 Cato Journal 17, online: http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/cato-journal/1996/5/cj16n1-2.pdf at 21 n.5, which references: A. Greenspan, (1995) "Remarks at a Conference on Risk Measurement and Systemic Risk." Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
[11] K.R. French et al, *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System* (Princeton: Princeton University Press, 2010).
[12] *Ibid* at 36. The *Squam Lake Report* recommends that the central bank should be the systemic risk regulator, but should not also be responsible for the regulation of business practices and consumer protection. *Ibid* at 33-43.
[13] X. Freixas, L. Laeven & J-L. Peydró, *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation*, (Cambridge and London: MIT Press, 2015) at 2.
[14] Zigrand, *supra* note 1 at 2.
[15] Bisias et al, *supra* note 6, at 2-3. Citations omitted.

> does not measure" is especially compelling for financial stability since policymakers, regulators, academics, and practitioners have yet to reach a consensus on how to define "systemic risk". While regulators sometimes apply Justice Potter Stewart's definition of pornography, i.e., systemic risk may be hard to define but they know it when they see it, such a vague and subjective approach is not particularly useful for measurement and analysis, a pre-requisite for addressing threats to financial stability.
>
> One definition of systemic risk is "any set of circumstances that threatens the stability of or public confidence in the financial system". The European Central Bank defines it as a risk of financial instability "so widespread that it impairs the functioning of a financial system to the point where economic growth and welfare suffer materially". Others have focused on more specific mechanisms, including imbalances, correlated exposures, spillovers to the real economy, information disruptions, feedback behavior, asset bubbles, contagion, and negative externalities.
>
> This partial listing of possible definitions suggests that more than one risk measure will be needed to capture the complex and adaptive nature of the financial system. Because systemic risk is not yet fully understood, measurement is obviously challenging, with many competing—and sometimes contradictory—definitions of threats to financial stability. Moreover, a single consensus measure of systemic risk may neither be possible nor desirable, as such a "Maginot" strategy invites a blindsided surprise from some unforeseen or newly emerging crisis mechanism. Instead, a robust framework for monitoring and managing financial stability must incorporate both a diversity of perspectives and a continuous process for re-evaluating the evolving structure of the financial system and adapting systemic risk measures to these changes.[16]

Bisias et al (2012) concluded that:

> Because systemic risk is a multifaceted problem in an ever-changing financial environment, any single definition is likely to fall short, and may create a false sense of security as financial markets evolve in ways that escape the scrutiny of any one-dimensional perspective.
>
> The scholarly literature is instructive in this regard. A wide variety of measurement techniques have been proposed and implemented, attempting to capture systemic risk from diverse perspectives. Ultimately, the specific measures regulators choose to deploy will become the *effective* operational

[16] *Ibid* at 2.

> definition of systemic risk, and these metrics should be chosen to tackle the problem from many different directions.[17]

It follows that, for illustrating legislative facts, the most important descriptive definitions of systemic risk are those used in the context of regulating systemic risk in the financial system, as reflected by rules specifically designed to reduce systemic risk. These are analyzed in Sections 2 and 3 below, but it is first useful to review some additional background in the form of current thinking about systemic risk at the conceptual level.

(b) Current views on the concept of systemic risk

(i) The concept is not confined to the financial system

Systemic risk is most often considered in the context of the financial system but the concept "is by no way a phenomenon limited to economics or the financial system".[18] The 2003 OECD Report, *Emerging Systemic Risks in the 21st Century: An Agenda for Action* said:

> Risk refers to the combination of two factors: the probability that a potentially harmful event will occur; and the potential damage such an occurrence would cause. This report is interested in a category of risks that has received considerable attention in OECD countries in recent years, namely systemic risks. A systemic risk, in the terminology of this report, is one that affects the systems on which society depends – health, transport, environment, telecommunications, etc.[19]

M. Dunn Cavelty (2011) says that the "systems on which society depends" referred to by the OECD:

> … are usually called critical infrastructures and the need to protect them is a contemporary preoccupation among many policymakers. If we compare the lists of critical sectors identified in various countries, we most often find finance, government services, telecommunication, electricity, health services, transportation, logistics and distribution, and water supply. The systemic risk to the financial sector can therefore be seen as specific and very prominent variant of the larger critical infrastructure debate.[20]

[17] *Ibid* at 46. Emphasis in original.
[18] De Bandt & Hartmann, *supra* note 6 at 10.
[19] Online: http://www.oecd.org/futures/globalprospects/37944611.pdf at 30.
[20] M. Dunn Cavelty, "Systems at Risk as Risk to the System", (2011) 1 Limn 13, online: http://limn.it/systems-at-risk-as-risk-to-the-system/.

She also says:

> …the image of modern critical infrastructures is one in which it becomes futile to try and separate the human from the technological….society becomes inseparable from critical infrastructure networks. This way, systemic risks understood as risks to critical infrastructure systems are risks to the entire system of modern life and being.[21]

Zigrand (2014) describes the position generally advanced by the Systemic Risk Centre at the London School of Economics and Political Science:

> In our view, systemic risk is a fruitful concept if we interpret it in a systems context. It not only captures the exogenous risk that hits the system and may prevent the system from functioning properly, but it is also the endogenous risk that is generated by the system itself, even if the proper functioning of the system itself is not at risk. So according to the direct and indirect meanings given to these terms in everyday language, *systemic risk comprises the risk **to** the proper functioning of the system as well as the risk created **by** the system*.[22]

Illustrating the breadth of the concept, another commenter describes "capitalism as systemic risk".[23]

(ii) Systemic risk is not new

The term "systemic risk" and related vocabulary are relatively new but the concept is as old as financial crises. The Systemic Risk Centre's first "key message" is that:

> The autumn of 2008 was not the first time that the world has faced systemic risk. The threat and, at times, its realization have been present ever since the first financial system was created and they are an inevitable part of any market-based economy.[24]

Bordo, Mizrach & Schwartz (1995) defined systemic risk as "similar to the term financial crises" and analyzed a number of historical "scenarios that have been adduced as creating systemic risk both within countries and among them" including the Great

[21] *Ibid.*
[22] Zigrand, *supra* note 1 at 3. Emphasis in original.
[23] "The crises inherent in the deployment of capitalism have always nurtured the suspicion that capitalism is not only running the periodic risks of boom and bust but that capitalism as an unfettered economic regime *is* a systemic risk threatening the collapse of society as a whole." H. Willke, "Fragility of global finance: systemic risk as black swan" in S. Jansen, N. Stehr & E. Schröter (eds.) *Fragile Stabilität, stabile Fragilität* (Wiesbaden, Springer, 2013), 199 – 218 at 200. Emphasis in original.
[24] Systemic Risk Centre, London School of Economics and Political Science, "Systemic Risk: What Research Tells Us And What We Need To Find Out" 2015 (Systemic Risk Centre 2015), online: http://www.systemicrisk.ac.uk/src-magazine at 1 and 18, citing J. Danielson, *Global Financial Systems: Stability and Risk*, Pearson, 2013.

Depression.[25] Brunnermeier and Oehmke (2012) review bubbles, crashes and financial crises going back to the Dutch tulip mania of 1634-37, the Mississippi Bubble of 1719-20 and the South Sea Bubble of 1720 for the purpose of considering how to measure systemic risk.[26]

(iii) The term is not always used in discussions of the concept

A good deal of discussion relating to systemic risk does not use the term.[27] For example, a large survey of systemic risk observed that "[a]t the heart of the concept [of systemic risk] is the notion of 'contagion', a particularly strong propagation of failures from one institution, market or system to another".[28] The concept of "contagion" from bank failures, transmitted by "bank runs" and also described in terms of "panic" or "domino" or "spill over" effects, was recognized in economic literature before "systemic risk".[29] Even after the concepts were recognized as being almost synonymous,[30] the "contagion" concept has often been examined without any reference to systemic risk.[31]

[25] M.S. Bordo, B. Mizrach & A.J. Schwartz, "Real vs. Pseudo-International Systemic Risk: Some Lessons From History" National Bureau of Economic Research Working Paper 5371, December 1995, online: http://www.nber.org/papers/w5371.pdf at 2. Footnotes omitted.
[26] M.K. Brunnermeier & M. Oehmke, "Bubbles, financial crises, and systemic risk", in Handbook of the Economics of Finance, Vol. 2, online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2103814.
[27] See G.P. Dwyer, "What is systemic risk, anyway?", Federal Reserve Bank of Atlanta microblog, November 6, 2009, online: http://macroblog.typepad.com/macroblog/2009/11/what-is-systemic-risk-anyway.html, observing that the Center for Financial Innovation and Stability at the Federal Reserve Bank of Atlanta had recently held a conference on Regulating Systemic Risk and "[o]ddly enough, the term systemic risk hardly came up".
[28] De Bandt & Hartmann, *supra* note 6, at 8.
[29] See for example: J. Aharony & Swary, "Contagion Effects of Bank Failures: Evidence from Capital Markets", (1983) 56 Journal of Business 305 (Jstor).
[30] Kaufman, *supra* note 6, at 2.
[31] See for example: C.W. Calomaris & J.R. Mason, "Contagion and Bank Failures During the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic", (1997) 87 American Economic Review 863 (Jstor); F. Allen & D. Gale, "Optimal Financial Crises", (1998) 53 Journal of Finance 1245, online: http://www.sfu.ca/~dandolfa/Optimal%20financial%20crises.pdf; F. Allen & D. Gale, "Financial Contagion", (2000) 108 J. of Pol. Econ. 1, online: http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/contagion.pdf; T. Baig & I. Goldfajn, "Financial Market Contagion in the Asian Crisis", (1999) IMF Staff Papers Vol. 4, No. 2, 167, online: https://www.imf.org/external/Pubs/FT/staffp/1999/06-99/pdf/baig.pdf; G.A. Calvo, "Contagion in Emerging Markets: When Wall Street is a Carrier", University of Maryland, May 2, 1999, online: http://www10.iadb.org/intal/intalcdi/PE/2008/01129.pdf; K.-H. Bae, G.A. Karolyi & R.M. Stulz, "A New Approach to Measuring Financial Contagion", (2003) 16 Review of Financial Studies 717, online: http://kee-hong.schulich.yorku.ca/files/2012/06/contagion.pdf; K. Forbes & R. Rigobon, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Sock Market Co-movements", National Bureau of Economic Research Working Paper 7267, July 1999, online: http://www.nber.org/papers/w7267.pdf; K. Phylaktis & L. Xia, "Equity Market Comovement and Contagion: A Sectoral Perspective", (2009) 38 Financial Management 381, online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=844207; M. Carlson, K.J. Mitchener & G. Richardson, "Arresting Banking Panics: Federal Reserve Liquidity Provision and the Forgotten Panic of 1929" (2011) 119 Journal of Political Economy 889 (Jstor).

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Another example is the survey by Dow (2000), which reviewed "some of the main research contributions that are related to the idea of systemic risk".[32] Dow highlights seven papers,[33] of which only one used the term "systemic risk"[34] while the others used terms such as "macroeconomic fluctuations", "credit crunch", "spillovers" and "propagation".

(iv) Systemic risk is normal

It is generally recognized that "attempts to eliminate all systemic risk would not only be impossible, but also would slow economic growth and constrain creativity and innovation".[35]

The dangers of constraining creativity and innovation are summarized by Zigrand (2014):

> If one could, should crises always be prevented? In this regard it is difficult to improve upon the passage by Pareto (1897, p.297) that might have inspired Schumpeter's own concept of creative destruction (Schumpeter, 1943):
>
> > If it was possible to completely avoid all crises, would it be useful to do so? One may be tempted to respond in the affirmative, but a slightly deeper analysis of this question would lead to new doubts creeping in. It is not at all certain that the rhythmical movement is not one of the

[32] Dow, *supra* note 6 at 6.
[33] The highlighted papers are: J. Blum & M. Hellwig, "The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks", (1995) 39 European Economic Review 739, online: http://www.coll.mpg.de/sites/www/files/text/EER%201995.pdf; M. Hellwig, "Systemic Aspects of Risk Management in Banking and Finance", (1995) 131 Swiss Journal of Economics and Statistics, 723, online: http://www.sjes.ch/papers/1995-IV-9.pdf; F. Allen and D. Gale, "Bubbles and Crises", (2000), 110 Economic Journal, 236, online: http://scholar.google.ca/scholar_url?url=http://www.math.mcmaster.ca/~grasselli/AllenGale00.pdf&hl=en&sa=X&scisig=AAGBfm0m2aHoY3ebnKVDm7VR83dDPWktLQ&nossl=1&oi=scholarr&ved=0ahUKEwj1nOulj7TKAhVGGh4KHRaGBIsQgAMIGigAMAA; B.S. Bernanke, "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", (1983) 73 American Economic Review 257 (Jstor), online: http://faculty.arts.ubc.ca/dpaterson/econ532/10twenties/bernanke.pdf; N. Kiyotaki and J. Moore, "Credit Cycles", (1997) 105 Journal of Political Economy 211, online: http://scholar.google.ca/scholar_url?url=http://219.219.114.96/cufe/upload_files/other/4_20140529035804_%5B18%5D%2520Kytotaki,%2520N.,%2520and%2520J.%2520Moore,%25201997.%2520Credit%2520Cycles.%2520Journal%2520of%2520Political%2520Economy%2520105(2),%2520211-248.pdf&hl=en&sa=X&scisig=AAGBfm0RemfuQedbRLhRsEDi3hRp5FJACg&nossl=1&oi=scholarr&ved=0ahUKEwj2wL_Oj7TKAhWIXh4KHUgOABEQgAMIGigAMAA; F. Suarez and O. Sussman, "Endogeneous Cycles in a Stiglitz-Weiss Economy", (1997) 76 Journal of Economic Theory 47, online: http://www.cemfi.es/~suarez/suarez-sussmanJET1997.pdf; and G. Holmström and J. Tirole, "Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector", (1997) 112 Quarterly Journal of Economics 663 (Jstor).
[34] Hellwig, *ibid* at 737.
[35] International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk,* April 2009, online: http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/text.pdf at *xxii*.

> conditions of economic progress. (. . .) Of course, one needs to prevent making crises sharper still through imprudent measures taken, and one needs to attempt to reduce its ill-effects. (. . .) Completely suppressing a certain movement, or attempting to reduce its violence in exceptional cases, are two essentially different things.

Similarly, Friedman (1959) writes

> After all, uncertainty and instability are unavoidable concomitants of progress and change. They are one face of a coin of which the other is freedom.[36]

Those policy considerations are significant but the more important fact is the impossibility of eliminating all systemic risks, which is to some extent a defining characteristic. By their nature, systemic risks are often unrecognizable until after the fact. That is why systemic risks have been described in terms of "known unknowns" and "unknown unknowns".[37]

Systemic risks have also been described as "normal accidents".[38] Normal accident theory was developed to explain the failure of technological systems in industrial contexts and, basically, suggests that accidents are normal and inevitable in complex systems that are tightly coupled.[39] Palmer & Maher (2009) analyzed the "mortgage

[36] Zigrand, *supra* note 1 at 45-6.

[37] See for example: P. Jorion, "Risk Management Lessons from the Credit Crisis", (2009) 15 European Financial Management 923 (Researchgate), at 923: "Risk management, even if flawlessly executed, does not guarantee that big losses will not occur."; R.B. Duffey, "The Quantification of Systemic Risk and Stability: New Methods and Measures", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 17022, May 2011, online: http://www.nber.org/chapters/c12060.pdf; A. Dombret, Deutsche Bundesbank, "Systemic risk analysis and crisis prevention" speech January 19, 2012, online: https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Reden/2012/2012_01_19_dombret_systemic_risk_analysis_crisis_prevention.html?view=render%5BDruckversion%5D; and M. Eckblad, L. Black & E. Ogunro, "Deepening the foundations of risk management", (2015) 345 Chicago Fed Letter, online: https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/2015/345.

[38] See for example: A.W. Lo, "Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds", November 13, 2008, online: https://www.researchgate.net/publication/228151173_Hedge_Funds_Systemic_Risk_and_the_Financial_Crisis_of_2007-2008_Written_Testimony_for_the_House_Oversight_Committee_Hearing_on_Hedge_Funds at 15-6; D. Palmer & M. Maher, "The Mortgage Meltdown as Normal Accidental Wrongdoing", October 16, 2009, online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1313406; H. Willke, E. Becker & C. Rostásy, *Systemic Risk: The Myth of Rational Finance and the Crisis of Democracy*, (Frankfurt: Campus Verlag, 2013) at 64-6; and M.F. Guillén, *The Architecture of Collapse: The Global System in the 21st Century*, (Oxford: Oxford University Press, 2015) at 8-12.

[39] "A tightly coupled process progresses from one stage to the next with no opportunity to intervene." R. Bookstaber, "The Myth of Non-Correlation", 2007, online: http://rick.bookstaber.com/2007/09/myth-of-noncorrelation.html at 4. See also: C. Perrow, "Normal Accident at Three Mile Island", (1981) Society Society 18, online: http://www.penelopeironstone.com/Perrow.pdf; and J. Downer, "Anatomy of a

meltdown" and the collapse of Bear Stearns in terms of normal accident theory.[40] They found evidence of complexity and tight coupling on at least four levels (field, firm, fund and transaction levels), leading them "to conclude that financial systems in capitalist economies are even more complex than technological systems in industrial contexts".[41]

(v) The fallacy of composition

The fallacy of composition is another example of the complexity described above. A number of commenters observed that the recent global financial crisis illustrated "how the fallacy of composition can hold in the financial markets: individual defenses against risk lead to greater risk overall."[42]

The Systemic Risk Centre describes it as follows:

> So what led to the most recent buildup of systemic risk and the resulting global financial crisis, an outcome that seemed to catch almost everybody by surprise? One explanation is that the relative absence of crises over the past few decades lulled policy-makers, financial institutions and researchers into complacency. Central bankers mostly focused on fighting inflation while regulators tended to neglect the system as a whole, instead aiming to ensure that each individual financial institution was well regulated – through so-called prudential regulations.
>
> The latest crisis has demonstrated the folly of such thinking, which assumes that as long as each component of the system is safe, the whole system must be safe as well. This assumption carries the danger of policy authorities falling victim to the 'fallacy of composition' prefigured by the economist and Nobel laureate Milton Friedman in 1980:
>
> > The great mistake everyone makes is to confuse what is true for the individual with what is true for

Disaster: Why Some Accidents are Unavoidable", London School of Economics and Political Science, Economic & Social Research Council, Discussion Paper No. 61, March 2010, online: http://eprints.lse.ac.uk/36542/1/Disspaper61.pdf, describing the potential scope of normal accident theory as follows (at 22):

> The argument that error might not be ontologically distinct or epistemologically identifiable has implications for the social analysis of all kinds of system failures, whether they be technological, medical or financial. Sociological accounts of everything from medical mishaps to market collapses, invariably construe them as 'deviances' from some ideal, which need explaining. The idea that, epistemologically speaking, there need not always have been a 'knowably correct' choice, offers an important counter-perspective.

[40] Palmer & Maher, *supra* note 38.

[41] *Ibid* at 8. See also: Bookstaber, *supra* note 39; IOSCO, Technical Committee, Discussion Paper, *Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators*, February 2011, (IOSCO *Mitigating Systemic Risk*) online: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf at 25; and Lo, *supra* note 38, at 15-6.

[42] J.H. Haubrich & A.W. Lo (eds.), *Quantifying Systemic Risk*, (Chicago: University of Chicago Press, 2013) 5.

> society as a whole. This is the most fascinating thing about economics. In a way, economics is the most trivial subject in the world, and yet it is so hard for people to understand.
>
> Why? I believe a major reason is because almost any interesting economic problem has the following characteristic: what is true for the individual is the opposite of what is true for everybody together.

With financial market regulation, the fallacy of composition has serious consequences: attempting to ensure the safety of each part of the financial system independently can lead perversely to the system as a whole becoming more unstable. Trying to make every market participant behave prudently destabilises the financial system.[43]

Zigrand (2014) offers the following description:

> Herein also lies one of the more telling failures of much of mainstream financial thinking that underlies recent financial regulations, such as Basel II, III etc., namely the fallacy of composition. It is not true that the financial system is safe if each financial institution is safe. One cannot easily deduct a property of an aggregate from the property of the elements that make up the aggregate, precisely because individual elements interact with each other and with the constraints of the problem in a way that aggregation can profoundly alter the characteristics. The recognition of this fact during the financial crisis that began in 2007 led to the design of "macroprudential regulation" to complement traditional "microprudential regulation."[44]

[43] Systemic Risk Centre 2015, *supra* note 24, at 8-9, referencing "M. Friedman (1980) 'Video recording: Money and Inflation', Harcourt Brace Jovanovich, made by WQLN".
[44] Zigrand, *supra* note 1 at 14. Reference omitted.

(vi) Systemic risk can be seen as an economic or political phenomenon

Most definitions of systemic risk are economic definitions. Some such definitions focus on mechanisms (such as "the risk that the inability of one institution to meets its obligations when due will cause other institutions to be unable to meet their obligations when due"[45]) without gauging the magnitude of the consequences.[46] Other definitions posit some "substantial" degree of threat or damage to the financial system or the broader economy, begging the question of when a risk becomes big enough to be considered "systemic". Davis (1992) acknowledged this, saying:

> It is of course a matter of judgement whether particular instances give rise to systemic risk. There is room for argument whether some of the [16 financial crises analyzed by Davis] were not of importance to the financial sector as a whole – or, alternatively, whether [the financial fragility of households, companies and individual banks described by Davis] may have threatened the financial as well as the non-financial sectors.[47]

The definition of systemic risk also has a political dimension. For example, there is a clear political threshold at the point when an institution deemed too-big-to-fail is bailed out with public funds, as occurred in the US and other countries during the 2007/8 crisis. From that perspective, systemic risk is "ultimately a political, rather than an economic, matter"[48] and may be defined:

> … as the risk that the failure of a particular quantum of institutions will result in a socially unacceptable macroeconomic contraction. Put differently, systemic risk is the risk of socially unbearable macroeconomic consequences of microeconomic failures.[49]

Levitin (2011) says:

> [I]t is important to recognize the limits of *ex ante* regulation. *Ex ante* regulation can, at best, mitigate, but not eliminate, systemic risk, and sometimes it can even exacerbate it. It is not credible that *ex ante* regulation will prevent all crises. This means that ex post resolution—allocation of losses from failed firms—is the heart of the response to systemic risk. Resolution authority of some form is the last line of defense against systemic risk. Therefore, any attempt to address systemic risk

[45] CPSS, *Delivery Versus Payment In Securities Settlement Systems*, September 1992, online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d06.pdf at A2-7.
[46] See Schwarcz, *supra* note 6 at 194-204, describing various definitions.
[47] Davis, *supra* note 6, at 117, n.2.
[48] A.J. Levitin, "In Defense of Bailouts", (2011) 99 Georgetown L.J. 435, online: http://georgetownlawjournal.org/files/pdf/99-2/Levitin.pdf at 438.
[49] *Ibid* at 446.

> that does not address resolution authority—the authority of the government to allocate the failed firm's losses, including to itself (a "bailout")—is incomplete.

Willke, Becker & Rostásy (2013) suggest a refinement of Levitin's definition:

> The crucial part of this argument is that there is no systemic crisis as long as the political system does not perceive and define a given situation as *politically* unbearable because the social impact of the crisis cannot be accepted *politically*. Note the slight difference from Levitin's definition…. He stresses the *socially* unbearable or unacceptable consequences of micro-economic failures. Unfortunately, this is not precise enough. Many situations / conditions may be socially unacceptable – and many are and remain so. As long as this is not perceived by political actors as politically relevant, there is no political reason to act. It is, therefore, the logic of politics which dictates the criteria for defining a systemic crisis; it is not the logic of reason or compassion, scientific analysis or social justice.[50]

Willke, Becker & Rostásy (2013) also say:

> This is an essential point: Bankruptcy of a financial firm, a local financial crisis or the breakdown of a large investment fund are *normal accidents* and normal events in a competitive financial market characterized by ups and downs and by successes and failures. As long as these volatilities do not impinge on the economy at large (by way of feedback loops and vicious circles, creating an imminent economic crisis, unemployment and public turmoil), and a s long as they do not impinge on the political system, these financial crises can strictly be seen as results of market dynamics. *Only when a financial crisis is threatening the political system and thus forces politics to save private firms with public money, the term systemic risk comes into play.* The mother of all questions concerning systemic risk, therefore, is the question: Is this financial firm/institution in question too big, too central or too interconnected to fail – and is it thus able to take the political system hostage?[51]

There is another threshold at the other end of the political spectrum – the point when regulators decide to intervene in the market because certain activities are perceived to have become potential sources of systemic risk. That leads us to consider how laws can reduce, or create, systemic risk.

[50] Willke, Becker & Rostásy, *supra* note 38 at 94-5.
[51] *Ibid* at 10-11.

(vii) Legal dimensions of systemic risk

As described by the Systemic Risk Centre:

> The financial system is underpinned and shaped by law, which makes it difficult to think about systemic risk without considering the legal system. Indeed, law and finance are so inseparably linked that it is next to impossible to imagine a financial system that operates without law. Law supports the financial system in a number of ways, including issues around contracts, ownership rights and regulation.[52]

The financial system and its regulation depend upon various components of the legal framework, including: corporate; contract; commercial; property; taxation; bankruptcy and insolvency; competition; and banking law.[53] Also significant are the judicial system and the enforceability of awards, including foreign awards.[54] Any of these components may be a source of legal risk, defined as "the risk of loss because of the unexpected application of a law or regulation or because a contract cannot be enforced".[55]

Legal risk is potentially systemic. For example, during the October 1987 stock market crash:

> [F]inancial regulators were urging banks to provide emergency liquidity to securities firms. The banks were willing so long as they could obtain assurance that they would have a perfected security interest in securities positions held by the borrowing firms. The bankers turned to the lawyers for assurance on that point, and were not happy with the answer. As one knowledgeable observer remarked, 'That's an interesting question' is not an acceptable answer to questions about the legal rights of securities market participants at a time when the prospect of the collapse of the financial system is a matter of more than theoretical concern.[56]

[52] Systemic Risk Centre 2015, *supra* note 24, at 31.
[53] IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, September 1998 (IOSCO OPSR 1998), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD82.pdf at 9, and Annexure 3.
[54] *Ibid.* See also J. Braithwaite, "Law after Lehmans", LSE Law, Society and Economy Working Papers 11/2014, online: https://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/WPS2014-11_Braithwaite.pdf.
[55] CPSS, *A glossary of terms used in payments and settlement systems*, March 2003, online: http://www.bis.org/cpmi/glossary_030301.pdf at 29. The glossary also includes another definition: "the risk that a party will suffer a loss because laws or regulations do not support the rules of the securities settlement system, the performance of related settlement arrangements, or the property rights and other interests held through the settlement system. Legal risk also arises if the application of laws and regulations is unclear." *Ibid.*
[56] J.S. Rogers, *The End Of Negotiable Instruments: Bringing Payment Systems Law Out of the Past*, (New York: Oxford University Press, 2012) at 52-3.

The problem was averted when the US Federal Reserve "'persuaded' the banks … to lend freely, promising whatever support was necessary"[57] and "giving assurances that the institutions were sound and in any case would not be allowed to fail".[58] Those events prompted commercial law reforms around the world intended to control systemic risk,[59] and an acute awareness of how legal issues, including "choice of law" and "conflict of law" issues,[60] may either reduce or contribute to systemic risk.[61]

[57] B.S. Bernanke, "Clearing and Settlement during the Crash" (1990) 3 Review of Financial Studies, 133 at 148 (Jstor).
[58] M.R. Darby, "Over-the-Counter Derivatives and Systemic Risk to the Global Financial System", National Bureau of Economic Research Working Paper 4801, July 1994, online: http://www.nber.org/papers/w4801 at 8.
[59] See: J.S. Rogers, "Policy Perspectives on Revised U.C.C. Article 8", (1996) 43 UCLA L. Rev 1431, online: http://lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1346&context=lsfp at 1433, and 1437-8; E. Spink & M. Paré, " The *Uniform Securities Transfer Act*: Globalized Commercial Law For Canada" (2004), 19 B.F.L.R. 321 at 331-8; and J.S. Rogers, "The Revision of Canadian Law on Securities Holdings Through Intermediaries: Who, What, When, Where, How and Why?" (2007) *Canadian Business Law Journal* 49, online: http://lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1869&context=lsfp.
[60] See: J.S. Rogers "Conflict of Laws for Transactions in Securities Held Through Intermediaries" (2006) 39 Cornell Int. L.J. 285 (Rogers Conflict of Laws), online: http://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1670&context=cilj; and J.S. Rogers, "Property and Contract: Toward a Clearer Understanding of the Hague Convention on the Law Applicable to Certain
Rights in Respect of Securities" *International Symposium on Hague Securities Convention*, 2004 (Rogers Property and Contract), online: http://lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1587&context=lsfp.
[61] See for example: BIS - Group of Experts on Payment Systems of the central banks of the Group of Ten countries, *Report On Netting Schemes* (Angell Report), February 1989, online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d02.pdf, at para 2.7:

> A key assumption in arrangements to effect a binding netting of payments or obligations is that the netting agreements are legally valid and enforceable. This assumption undoubtedly extends to many other netting arrangements developed or proposed in the last several years. If the assumption is incorrect for arrangements governed by the laws of various financial centres, then credit and liquidity risks can be much larger than otherwise believed. Moreover, in order to evaluate the risks of any actual or proposed netting system, central banks and bank supervisors will need to examine the totality of operational, financial, legal and other institutional details relating to the system.

BIS, *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries* (Lamfalussy Report), November 1990, online: https://www.bis.org/cpmi/publ/d04.pdf at 11: "The Committee's analysis confirms the view, expressed in the Angell Report, that netting schemes only reduce credit and liquidity exposures if they have a sound legal basis."

CPSS, *supra* note 45 at 31:

> Any netting or settlement system … should have a well-founded legal basis. If a securities settlement system involves securities issues, markets, participant, custodians or settlement banks subject to the law of more than one jurisdiction, the legal enforceability of the system's rules and procedures in all relevant jurisdictions should be established.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

Private international law is particularly important in this context because securities (including equities, debt and derivatives) are intangibles – complex packages of contractual, property and civil rights – which are valuable only to the extent that they are supported and enforceable by a legal system.[62] These packages (notionally) trade across borders, which transactions typically involve chains of intermediaries in multiple jurisdictions. It is therefore normal to have threshold questions of private international law, determining which jurisdiction's substantive law applies to a particular issue, and also normal for individual components of what might colloquially be described as a single transaction to be governed by the laws, including the regulatory laws, of different jurisdictions.[63]

See also: CPSS, *Cross-Border Securities Settlements*, March 1995, online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d12.pdf at 46-57; and CPSS-IOSCO *Principles for financial market infrastructures*, April 2012 (PFMI Report 2012), online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/ca_20120401_cpss-iosco_principles-fin-market.pdf at 21-5 which says [at 21]:

> **Principle 1: Legal basis**
>
> ***An FMI should have a well-founded, clear, transparent, and enforceable legal basis for each material aspect of its activities in all relevant jurisdictions.***
>
> ***Key considerations***
>
> 1. *The legal basis should provide a high degree of certainty for each material aspect of an FMI's activities in all relevant jurisdictions.*
> 2. *An FMI should have rules, procedures, and contracts that are clear, understandable, and consistent with relevant laws and regulations.*
> 3. *An FMI should be able to articulate the legal basis for its activities to relevant authorities, participants, and, where relevant, participants' customers, in a clear and understandable way.*
> 4. *An FMI should have rules, procedures, and contracts that are enforceable in all relevant jurisdictions. There should be a high degree of certainty that actions taken by the FMI under such rules and procedures will not be voided, reversed, or subject to stays.*
> 5. *An FMI conducting business in multiple jurisdictions should identify and mitigate the risks arising from any potential conflict of laws across jurisdictions.*

[62] Some publicly traded securities are still represented by physical certificates but transactions involve the creation and extinguishment of intangible "security entitlements" against intermediaries. See E. Spink. "Securities Regulation as Property Law", June 28, 2010, Reference Record of the Attorney General of Alberta in the Supreme Court of Canada, vol. 19, 1 (Spink 2010), online: http://www.droitdesaffaires.ca/uploads/3/5/2/9/3529835/volumexixreferencerecordagalberta.pdf at 22-5 (paras 51-65).

[63] Spink 2010, *ibid.* at 24-5 (paras 60-5). With respect to collateral in OTC derivatives transactions, see A. Riles, *Collateral Knowledge – Legal Reasoning in the Global Financial Markets* (Chicago: University of Chicago Press, 2011) at 43:

> The transnational nature of collateral goes beyond the mere (but important) fact that the parties to a swap are often incorporated in different jurisdictions. Collateral may be posted in different currencies, or in the form of government bonds posted by different governments. The collateral is held with intermediaries often incorporated in yet other jurisdictions, with places of business in still other locales. These intermediaries book the collateral in computerized ledgers maintained on servers that may be located yet elsewhere in the world. And … as is permitted under the law of

These legal dimensions of systemic risk are examined in more detail below in the context of particular regulatory measures aimed at reducing systemic risk, and in the context of cross-border regulation.[64]

(c) Summary

There are many definitions of systemic risk, each crafted with a specific purpose in mind. Most are economic definitions and all definitions of systemic risk include an economic component. For illustrating the legislative facts, the most important descriptive definitions are those used in the context of regulating systemic risk in the financial system, as reflected by rules specifically designed to reduce systemic risk. These definitions and rules are examined in Sections 2 and 3 below.

2. REGULATION OF SYSTEMIC RISK IN THE FINANCIAL SECTOR

(a) Introduction

This section reviews how systemic risk has been regulated in the financial sector, historically and currently. This overview is intended to provide sufficient context for Section 3, which is a more detailed examination of recent Canadian regulatory provisions specifically intended to reduce systemic risk in OTC derivatives markets.

This section begins by reviewing the general regulatory landscape prior to the 2007/8 crisis. It describes:

- the role of international standard-setting bodies (SSBs) in developing and implementing measures intended to reduce systemic risk;
- some of the cooperative initiatives aimed at reducing systemic risk involving the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO); and
- IOSCO's original principles and objectives of securities regulation related to systemic risk.

some countries, the pledgee (the party that received the collateral) "repledges" the collateral to yet another party to satisfy its own obligations, which then repledges it again….

[64] See Section 4 *infra*.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

This section then describes how the 2007/8 crisis sharpened the focus of systemic-risk regulation, with emphasis on the role of securities regulators. It describes:

- IOSCO's expanded principles dealing with systemic risk and how those principles are being implemented globally, and in Canada;
- how the CSA defines "systemic risk" and "systemic importance";
- how Canadian securities regulators coordinate policy with the Bank of Canada, Office of the Superintendent of Financial Institutions (OSFI) and federal Department of Finance through the Heads of Agencies (HoA); and
- the regulatory initiatives undertaken by the CSA to reduce systemic risk, including the regulation of OTC derivatives markets.

(b) Systemic risk regulation prior to the crisis - generally

In 1992, Davis summarized "the regulation of financial markets as a protection against systemic risk" as follows:

> Financial regulation has two main objectives, protection of retail investors and protection against systemic risk, although there is some overlap (subsidiary motives include concern for monetary control and to maintain adequate levels of competition). The need for investor protection arises from information asymmetry, particularly those between retail clients and financial intermediaries, given the fact that such transactions are often one-off (e.g. buying a life insurance policy) and involve a large proportion of wealth. Systemic risk arises from the tendency for failure of one financial intermediary to generalize to the system as a whole….
>
> …
>
> There are several lines of defence against systemic risk. First, there are forms of public insurance of bank liabilities, namely the lender-of-last-resort and deposit insurance ('the safety net'). Second, there are forms of protection against bank failure which regulators can apply, implicitly providing protection for the insurer, namely capital requirements, direct controls on assets, checks on bank management, and on liquidity. …
>
> The *lender of last resort* can be defined in various ways; our preferred definition is of an institution, usually the Central Bank, which has the ability to produce at its discretion currency or 'high powered money' to support institutions facing liquidity difficulties; to create enough base money to offset public desire to switch into money during a crisis; and to delay legal insolvency of an institution, preventing 'fire sales' and calling of loans. …

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Deposit insurance, as its name implies, provides a guarantee that certain types of bank liability are convertible into cash, thus removing the incentive for 'runs' on solvent banks by uninformed depositors. To avoid insuring all of the system (including wholesale depositors who should not suffer from severe information asymmetries), there are usually limits to coverage. But difficulties may arise; for example, in the case of large banks judged 'too big to fail', all depositors may be paid off; …. All of these may lead to severe moral-hazard problems….

Capital regulations, which require a minimum ratio of shareholders' funds to liabilities or assets, can be seen as means of shifting the risks insured by the 'safety net' back to shareholders, who are the first to bear losses incurred by the bank. … A low capital ratio, in other words high leverage, increases the probability of bankruptcy and raises agency costs for debt holders (in this case proxied by the lender of last resort/deposit insurer). A higher proportion of equity can reduce these risks. Note, however, that shareholders' capital is not the first line of defence for a bank against defaults by borrowers. Correct pricing of risk, backed by adequate diversification, screening, and monitoring, should ensure that capital resources are never called upon. Theories of financial crisis discussed in the following sections show how risk pricing may go awry.

Capital requirements can be related to the riskiness of banks' asset portfolios. This can be seen as a means of offsetting the mispricing of the safety net, by implicity raising the premium on risky portfolios, as well as giving incentives for banks to price risk correctly. However, for this to be accurate, the authorities must correctly assess risk. This approach is the basis of the [1988 *Basel Capital Accord*], which imposes internationally agreed weights on different types of risk, including off-balance-sheet risks, and requires that banks in countries subscribing to the agreement should maintain a ratio of 8 per cent capital to risk-weighted assets. The motivation for the agreement is to ensure both financial stability and competitive equality. …

The description in this section has been largely of banking regulation; however, capital adequacy is also applied to non-depository institutions, notably investment banks, which can also be exposed to forms of runs and whose failure may generate systemic risk. Moreover, an increasing focus is applied to soundness of financial infrastructure such as payments and settlements systems, failures in which can generate or spread liquidity crises and systemic risk as much as failures of institutions. And securities markets themselves, notably for short- and long-term debt, are felt to warrant increasing attention, as their importance as a source of primary liquidity for borrowers increases.[65]

[65] Davis, *supra* note 6, at 122-7. References omitted.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

(i) The role of international standard-setting bodies (SSBs)

Davis refers to the 1988 *Basel Capital Accord*, which marked the nascent influence of international standard-setting bodies (SSBs) upon financial-sector regulation. SSBs include the: Basel Committee on Banking Supervision (BCBS);[66] Committee on the Global Financial System (CGFS);[67] Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), now the Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI);[68] International Association of Insurance Supervisors (IAIS);[69] International Accounting Standards Board (IASB);[70] and International Organization of Securities Commissions (IOSCO).[71]

Often working together, SSBs develop standards, guidelines or policies "in the expectation that individual national authorities will implement them" even though the SSBs' decisions have no legal force.[72] This "soft" law is normally expressed in the form of regulatory objectives (including principles, purposes, and functional outcomes), designed to be implementable across a wide range of national legal frameworks, and directed generally towards the relevant "authorities" in each jurisdiction.[73] The "hard" law – the regulatory mechanisms used to achieve the objectives – may vary according to the characteristics of each jurisdiction's legal framework. As IOSCO's 1998 Objectives and Principles of Securities Regulation said:

> There is often no single correct approach to a regulatory issue. Legislation and regulatory structures vary between jurisdictions and reflect local market conditions and historical development. The particular manner in which a jurisdiction implements the objectives and principles described in this document must have regard to the entire domestic context, including the relevant legal and commercial framework.[74]

---

[66] See https://www.bis.org/bcbs/. The alternative spelling "Basle" is sometimes used.
[67] See: https://www.bis.org/cgfs/index.htm?m=3%7C15.
[68] See: https://www.bis.org/cpmi/index.htm?m=3%7C16. The name of this committee changed from CPSS to CPMI September 1, 2014.
[69] See: http://iaisweb.org/
[70] See: http://www.ifrs.org/.
[71] See: https://www.iosco.org/.
[72] BCBS, *A brief history of the Basel Committee*, October 2014, online: http://www.bis.org/bcbs/history.pdf at 1.
[73] See for example: IOSCO OPSR 1998, *supra* note 53 at 10, n.6: "In this document, the term "regulator" is used compendiously. There need not be a single regulator. In many jurisdictions, the desirable attributes of the regulator described in this document are in fact the shared responsibility of two or more government or quasi-government agencies."
[74] *Ibid* at 4.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The distinction between the regulatory objectives being pursued and the regulatory mechanisms employed to achieve them was described by IOSCO's 1999 *Supervisory Framework For Markets*.[75] It discussed the following five objectives and mechanisms:

> Objectives:
> 1. Orderly Market;
> 2. Transparency;
> 3. Prohibition of Unfair Trading;
> 4. Proper Identification and Management of Risks; and
> 5. Effective Clearing and Settlement
>
> Mechanisms:
> 1. Licensing/Recognition of Market Participants with Imposition of Appropriate Conditions;
> 2. Developing Standards, Requirements or Rules;
> 3. Approval of Changes to Operations, Rules, Policies, Bylaws, etc.
> 4. Monitoring of Markets through Reporting, Inspection and Auditing; and
> 5. Enforcement

For illustrating legislative facts, it is useful to distinguish between regulatory *objectives* and *mechanisms*. Particularly, the comparison between OTC derivatives provisions and existing law, in Section 3 below, deals separately with regulatory objectives and mechanisms.

(ii) The Payment Clearing and Settlement Act (Canada)

IOSCO recognized the importance of reducing systemic risk in clearing and settlement systems in 1990[76] and worked towards implementing recommendations put forward in 1989 by the Group of Thirty.[77] By the mid-1990s, all those recommendations had been at least partially implemented in Canada except one – the recommendation that payments associated with securities settlement be made using "same-day" funds.[78]

---

[75] IOSCO Technical Committee, *Supervisory Framework For Markets*, May 1999, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf.
[76] IOSCO Technical Committee, *Clearing & Settlement*, July 1990, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD7.pdf.
[77] *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets* (New York and London: Group of Thirty, 1989).
[78] See: IOSCO General Secretariat, *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – An Up-to-date Report on the Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, May 1993, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD28.pdf; IOSCO General Secretariat, *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – An Up-to-date Report on the Implementation of the Group of Thirty Recommendations*, September 1994, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD36.pdf; and IOSCO General Secretariat, *Clearance and Settlement in the Markets of the Members of the Technical Committee – An*

Canada was then "the only major industrial country without a system that provides finality for same-day large-value payments."[79] In 1995, that issue (among other things)[80] was addressed by Bill C-100,[81] which introduced the *Payment Clearing and Settlement Act* (PCSA).[82]

The PCSA's Preamble referred to "systems established for the clearing and settlement of payment obligations among financial institutions" and said "it is desirable and in the national interest to provide for the supervision and regulation of such clearing and settlement systems in order to control risk to the financial system in Canada and promote its efficiency and stability".[83] The PCSA enabled the Bank of Canada to designate[84] a clearing and settlement system as subject to Part 4 of the PCSA, including a "system or arrangement for the clearing or settlement of securities transactions, foreign exchange transactions or other transactions where the system or arrangement also clears or settles payment obligations arising from those transactions."[85] Such designation was contingent upon the opinion of the Governor of the Bank that a "clearing and settlement system may be operated in such a manner as to pose a systemic risk",[86] using the following definition:

> "systemic risk" means the risk that the inability of a participant to meet its obligations in a clearing and settlement system as they become due or a disruption to a clearing and settlement system could, though the transmittal of financial problems through the system, cause
>
> > (a) other participants in the clearing and settlement system to be unable to meet their obligations as they become due,

Up-to-date Report on the Implementation of the Group of Thirty Recommendations, July 1996, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD44.pdf.

[79] House of Commons Standing Committee on Finance, 35th Parl, 1st Sess, *Evidence* (15 August 1995), online: http://www.parl.gc.ca/Content/HOC/Archives/Committee/351/fine/evidence/151_95-08-15/fine151_blk-e.html at 1225 (Gordon G. Thiessen).

[80] See: Department of Finance Canada, *Enhancing the Safety and Soundness of the Canadian Financial System*, February 1995 at 18-21, describing how proposed legislation would support the Large Value Transfer System being developed to provide same-day finality of payments.

[81] Bill C-100, *An Act to amend, enact and repeal certain laws relating to financial institutions*, 1st Session, 35th Parliament, 42-43-44 Elizabeth II, 1994-95, online: http://www.parl.gc.ca/HousePublications/Publication.aspx?DocId=2328209&Language=e&Mode=1&File=16. Bill C-100 died on the order paper and was reintroduced in March, 1996 as Bill C-15, which enacted the *Payment Clearing and Settlement Act* and also amended the *Bank Act*, *Cooperative Credit Associations Act*, *Insurance Companies Act, Trust and Loan Companies Act, Winding-up Act,* and the *Canada Deposit Insurance Corporation Act*.

[82] S.C. 1996, c. 6, Sch.

[83] *Ibid.*

[84] *Ibid* at section 4.

[85] *Ibid* at section 2.

[86] *Ibid* at section 4.

(b) financial institutions in other parts of the Canadian financial system to be unable to meet their obligations as they become due, or

(c) the clearing and settlement system's clearing house or the clearing house of another clearing and settlement system within the Canadian financial system to be unable to meet its obligations as they become due.[87]

(iii) Securities regulation and systemic risk

a. IOSCO's Objectives and Principles

IOSCO's 1998 Objectives and Principles of Securities Regulation said the following about systemic risk:

The three core objectives of securities regulation are:

- The protection of investors;
- Ensuring that markets are fair, efficient and transparent;
- The reduction of systemic risk.

4.2 Discussion of the Objectives

The three objectives are closely related and, in some respects, overlap. Many of the requirements that help to ensure fair, efficient and transparent markets also provide investor protection and help to reduce systemic risk. Similarly, many of the measures that reduce systemic risk provide protection for investors.[88]

…

4.2.3 The Reduction of Systemic Risk

Although regulators cannot be expected to prevent the financial failure of market intermediaries, regulation should aim to reduce the risk of failure (including through capital and internal control requirements). Where financial failure nonetheless does occur, regulation should seek to reduce the impact of that failure, and, in particular, attempt to isolate the risk to the failing institution. Market intermediaries should, therefore, be subject to adequate and ongoing capital and other prudential requirements. If necessary, an intermediary should

[87] *Ibid* at section 2.
[88] IOSCO OPSR 1998, *supra* note 53 at 6.

be able to wind down its business without loss to its customers and counterparties or systemic damage.

Risk taking is essential to an active market and regulation should not unnecessarily stifle legitimate risk taking. Rather, regulators should promote and allow for the effective management of risk and ensure that capital and other prudential requirements are sufficient to address appropriate risk taking, allow the absorption of some losses and check excessive risk taking. An efficient and accurate clearing and settlement process that is properly supervised and utilizes effective risk management tools is essential.

There must be effective and legally secure arrangements for default handling. This is a matter that extends beyond securities law to the insolvency provisions of a jurisdiction.

Instability may result from events in another jurisdiction or occur across several jurisdictions, so regulators' responses to market disruptions should seek to facilitate stability domestically and globally through cooperation and information sharing.[89]

…

In making decisions on the efficient use of [enforcement] resources, the regulator must consider both the need for wide market coverage and the importance of adequate inspection in areas of high risk to investors or which threaten systemic stability.[90]

…

The need for domestic cooperation may extend beyond matters of enforcement and include information relevant to authorisation to act in a particular capacity and the reduction of systemic risk, for example, where there are divisions in responsibility for the securities, banking and other financial sectors.[91]

…

[T]hreats to systemic stability are not confined to domestic factors and may include the behaviour of individual financial institutions in another jurisdiction. Regulators must consider whether they have adequate information sharing arrangements with regulators in other jurisdictions to allow them to identify and address these threats.[92]

[89] *Ibid* at 8.
[90] *Ibid* at 15-6.
[91] *Ibid* at 18.
[92] *Ibid* at 19.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

…

12.6 Action in the Event of Financial Failure of an Intermediary

Failure of an intermediary may have systemic consequences.

The regulator should have a clear plan for dealing with the eventuality of failure by market intermediaries. The circumstances of financial failure are unpredictable so the plan needs to be flexible.

The regulator should attempt to minimize damage and loss to the investor caused by the failure of an intermediary. A combination of actions to restrain conduct, ensure that assets are properly managed and provide information to the market may be necessary.

Depending upon the prevailing domestic bank regulatory model, it may also be necessary to cooperate with banking regulators, and if the domestic arrangements require it, insolvency regulators. As a minimum position, the regulator should have identified contact persons at other domestic and key foreign regulators.[93]

[Principle] 24 There should be procedures for dealing with the failure of a market intermediary in order to minimize damage and loss to investors and to contain systemic risk.

[Principle] 30 Systems for clearing and settlement of securities transactions should be subject to regulatory oversight, and designed to ensure that they are fair, effective and efficient and that they reduce systemic risk.

b. Cooperation with other regulators

IOSCO's 1998 *Objectives and Principles of Securities Regulation* emphasized the need for domestic and international cooperation,[94] saying:

- The need for domestic cooperation may extend beyond matters of enforcement and include information relevant to authorisation to act in a particular capacity and the reduction of systemic risk, for example, where there are divisions in responsibility for the securities, banking and other financial sectors.[95]

[93] *Ibid* at 38-9.
[94] *Ibid* at 18-22.
[95] *Ibid* at 18.

- International cooperation between regulators is necessary for the effective regulation of domestic markets.[96] ... Similarly, threats to systemic stability are not confined to domestic factors and may include the behaviour of individual financial institutions in another jurisdiction.[97]

- Consistently high regulatory standards and effective international cooperation will not only protect investors but also reduce systemic risk.[98]

The best illustration of then-current thinking about how to address systemic risk in global financial markets, and cooperation among regulators, is the 1996 *Response of the Basle Committee on Banking Supervision and of the International Organization of Securities Commissions to the Request of the G-7 Heads of Government at the June 1995 Halifax Summit* (Response).[99]

The background document to the Halifax Summit said:

> The growth of financial markets, the development of new instruments, and a desire for diversification of investments have spurred global integration of national markets and increased liquidity. These developments have led to a more efficient allocation of capital and thus greater growth of economic activity. At the same time, with today's highly integrated financial markets, there is a greater potential for the rapid transmission of financial disturbances. Close international cooperation in the regulation and supervision of financial institutions and markets is essential to the continued safeguarding of the financial system and to prevent erosion of necessary prudential standards. …
>
> The G-10 should be encouraged to intensify their review of work in this area and there should be a call for the [BCBS] and [IOSCO] to work closely together in addressing the major issues in this area and the desirable steps to address identified problems and to report back. These reports should help Ministers to reach conclusions regarding the extent of systemic risks and their implications for the world economy, and the need for any measures deemed essential to an integrated approach to potential systemic risks.[100]

[96] *Ibid*
[97] *Ibid* at 19.
[98] *Ibid* at 2. See also
[99] BCBS/IOSCO, *Response of the Basle Committee on Banking Supervision and of the International Organization of Securities Commissions to the Request of the G-7 Heads of Government at the June 1995 Halifax Summit*, May 1996 (BCBS/IOSCO Response), online: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD51.pdf.
[100] Ibid at 99.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Banking and securities regulators had been in formal contact since 1988[101] and the Response included a Joint Statement by BCBS and IOSCO describing their "efforts to address systemic risk in global financial markets".[102] The following comments appear in the Joint Statement:

> The [BCBS] and [IOSCO] recognise that the process of globalization and innovation leads to more efficient allocation of capital and contributes to economic growth. Both organisations share the *common goal of improving the quality of supervision worldwide and responding to financial market developments* in a timely, effective and efficient manner. However, they remain aware that efficient global markets may accelerate the transmission of financial disturbances. The occasional failure of individual market participants is an unavoidable feature of an efficient market system. The ultimate objective of supervision cannot be to avoid all such failures.
>
> In pursuit of their common goal, the [BCBS] and IOSCO have identified the following *eight major principles* which will guide their efforts and which their members agree to promote:
>
> 1. cooperation and information flows among supervisory authorities should be as free as possible from impediments both nationally and internationally;
> 2. all banks and securities firms should be subject to effective supervision, including the supervision of capital;
> 3. geographically and / or functionally diversified financial groups require special supervisory arrangements;
> 4. all banks and securities firms should have adequate capital;
> 5. proper risk management by the firm is a prerequisite for financial stability;
> 6. the transparency and integrity of markets and supervision rely on adequate reporting and disclosure of operations;
> 7. the resilience of markets to the failure of individual firms must be maintained;
> 8. the supervisory process needs to be constantly maintained and improved.[103]

The Joint Statement also described how "the work programme of the [BCBS] and [IOSCO] has aimed to establish *concrete international understandings* on safeguards, standards and transparency … [including] initiatives in the following areas, many of which have been developed jointly:"

> (a) Internal management control systems. In order to encourage strong *internal management control systems* within the firms, in July 1994, IOSCO and the

[101] Ibid at 19.
[102] Ibid at 2.
[103] Ibid at 5-6. Emphasis in original.

[BCBS] issued guidance papers concerning risk management of derivatives activities and have since kept this issue under review, in close collaboration with industry groups. Both IOSCO and the [BCBS] are committed to further efforts to encourage financial institutions to implement effective internal control and audit systems.

(b) Capital adequacy. An Amendment to the Basle Capital Accord issued by the [BCBS] this January will allow banks to use the results of proprietary "value-at-risk" models (subject to strict qualitative and quantitative standards) as a basis for measuring the *market risk* element of their regulatory capital requirements. IOSCO has also published papers on capital standards for securities firms and on the implications of increased use of value-at-risk models by securities firms and is working with the [BCBS] (and a number of major financial institutions) to test such models against a wide range of securities portfolios.

(c) Reporting, disclosure and accounting. With the objective of promoting market transparency, in November 1995 the [BCBS] and IOSCO jointly issued a report on the Public Disclosure of Trading and Derivatives Activities of Banks and Securities Firms.

Compliance with a common minimum reporting framework identified in a joint report issued in May 1995 (as well as with other quantitative and qualitative disclosure requirements) is being actively monitored and it is expected that standards will continue to evolve rapidly. These efforts complement work being undertaken in other fora, as well as national efforts, to promote market transparency by improving the quality of global market data.

IOSCO is working closely with the International Accounting Standards Committee and the International Auditing Practices Committee to promote the development and implementation of *global accounting and auditing standards* for international securities issuers as alternatives to the use of national standards.

(d) Financial conglomerates. Significant work continues on developing procedures for the effective supervision of *international financial conglomerates*. A discussion paper was published in July 1995, the conclusions of which are now being addressed by the Joint Forum of representatives from IOSCO, the [BCBS] and the International Association of Insurance Supervisors.

(e) Operational and settlement systems. *Cooperation among authorities charged with prudential supervision and payment systems oversight can strengthen the operational and settlement systems upon which financial markets are based.* Effective management of credit and liquidity risks and strong internal controls within banks and securities firms are essential, as are appropriate risk management procedures for netting arrangements, clearing houses, and other settlement systems. Substantial work is being done in these areas, as evidenced

> by reports of the [BCBS] and the BIS Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) and by the May 1995 Windsor Declaration which is being implemented by IOSCO. Future work by IOSCO on selected projects will be undertaken in consultation with the CPSS, and work on bank supervision/payment system issues will continue to benefit from cooperation between the CPSS and the [BCBS].
>
> (f) Worldwide supervision. The [BCBS] and IOSCO seek to influence supervisory and regulatory policies and procedures *throughout the world*. Both have structures and mechanisms to ensure that their initiatives are communicated to and discussed with financial institution regulators worldwide. Both also have established procedures to embrace input from market authorities and participants.
>
> (g) Market emergencies. The global market enhances banking and financial markets' sensitivity to crises wherever originated, calling for prompt exchange of information and immediate, coordinated action among relevant authorities. Banking and securities supervisors continue to develop contact and communication procedures to *strengthen their ability to react effectively* at times of market emergencies.[104]

The 1996 Response briefly mentions cooperative efforts to reduce systemic risk in clearance and settlement systems, which have proven particularly significant. IOSCO and the CPSS identified the issues early[105] and worked together to produce the 2001 *Recommendations for Securities Settlement Systems*,[106] 2002 *Assessment Methodology for Recommendations for Securities Settlement Systems*,[107] and 2004 *Recommendations for Central Counterparties*.[108] Those initiatives later evolved into the 2012 CPSS-IOSCO *Principles for financial market infrastructures*,[109] which are discussed in more detail below.[110]

[104] Ibid at 7-9. Emphasis in original.
[105] See: IOSCO *Clearing & Settlement*, *supra* note 76; and CPSS, *Delivery Versus Payment*, *supra* note 45.
[106] CPSS/IOSCO *Recommendations for securities settlement systems*, November 2001, (CPSS-IOSCO RSSS) online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d46.pdf?noframes=1.
[107] CPSS-IOSCO *Assessment Methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems"*, November 2002, (RSSS Assessment Methodology) online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d51.pdf?noframes=1.
[108] CPSS-IOSCO *Recommendations for Central Counterparties*, November 2004, (CPSS-IOSCO RCCP) online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d64.pdf?noframes=1.
[109] PFMI Report 2012, *supra* note 61.
[110] See *infra* at 87, and 90.

(c) Systemic risk regulation after the 2007/8 crisis

The 2007/8 crisis prompted a complete reexamination of financial sector regulation relating to systemic risk. As described by IOSCO's technical committee in 2011:

> The intensity and speed with which systemic problems spread through the broader market, and the duration of those problems, highlighted the need for increasing the scope and use of traditional financial regulatory tools as well as the introduction of greater monitoring of so-called macro-prudential factors – that is, variables that can result in systemic risk. As a result, financial authorities are engaged in a major effort to improve their understanding of systemic risk, strengthen their ability to detect it and devise tools to mitigate it. Much of this work has been led by international institutions (such as the International Monetary Fund (IMF), the Financial Stability Board (FSB) and the Bank of International Settlements (BIS)) and central banks, as well as prudential supervisors in the context of the Basel III framework.
>
> In April 2009, the G-20 leaders recommended that regulatory frameworks be reinforced with a macro-prudential overlay that promotes a system-wide approach to financial regulation and oversight and mitigates the build-up of systemic risk. They also called for all financial authorities to take account of financial stability and develop effective tools to address systemic risk. The FSB was established in April 2009 as a successor of the Financial Stability Forum, with a mandate to address vulnerabilities and develop and implement regulatory, supervisory and other policies in the interest of financial stability.[111]

The reexamination produced a vast quantity of material: the FSB[112] has published over 300 reports, policy and consultation documents;[113] FSB members continue to publish

[111] IOSCO *Mitigating Systemic Risk*, *supra* note 41 at 6-7. References omitted.

[112] Online: http://www.fsb.org/about/fsb-members/ at October 15, 2015 shows the FSB comprising:

- 25 "member jurisdictions", each of which has one, two or three seats (Canada has three seats: the Bank of Canada; OSFI; and Finance Canada);
- "international financial institutions":
  - Bank for International Settlements (BIS);
  - International Monetary Fund (IMF);
  - Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD);
  - The World Bank; and
- "international standard-setting and other bodies":
  - Basel Committee on Banking Supervision (BCBS);
  - Committee on the Global Financial System (CGFS);
  - Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI);
  - International Association of Insurance Supervisors (IAIS);
  - International Accounting Standards Board (IASB); and
  - International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

[113] Online: http://www.fsb.org/publications/ at October 15, 2015, showed 302 publications.

material in their individual/joint capacities;[114] and there has been a significant volume of academic writing on systemic risk and regulation. It has been observed that "even if an exhaustive overview of the systemic risk literature were possible, it would likely be out of date as soon as it was written".[115]

My evidence concentrates upon IOSCO-related material because it is most focused on the role of securities regulation in reducing systemic risk, and because it best illustrates the relationship between the global regulatory objectives described by IOSCO and the regulatory mechanisms used to implement them in Canada. The following material is summarized below:

- IOSCO's 2010 revisions to its *Objectives and Principles of Securities Regulation*;
- IOSCO's 2011 Discussion Paper, *Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators*;
- IOSCO's 2011 revisions to its *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*;
- IOSCO's 2013 *Thematic Review of the Implementation of Principles 6 and 7 of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*; and
- Canadian securities regulators' responses to the questions posed by IOSCO's Thematic Review.

(i) IOSCO's 2010 *Objectives and Principles of Securities Regulation*[116] (OPSR)

IOSCO published its revised OPSR in June 2010, to "incorporate eight new principles, based on the lessons learned from the recent financial crisis and subsequent changes in the regulatory environment, which are designed to strengthen the global regulatory system against future crises."[117] The eight new principles added to the existing 30 are:

- **Principle 6**: The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate;

[114] Online searches at October 18, 2015 for public reports since 2009 referring to "systemic risk" produced: 88 results from IOSCO (https://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports); 83 results from BCBS (https://www.bis.org/search/?category=cat_bcbs&lang=en&mp=all&sb=1&q=%22systemic+risk%22&adv=&n=0); and 69 results from CPSS/CPMI (https://www.bis.org/search/?category=cat_cpmi&lang=--&mp=all&sb=1&q=%22systemic+risk%22&adv=&n=40). Some material is published by more than one body.
[115] Bisias et al, *supra* note 6 at 4.
[116] IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010 (IOSCO OPSR 2010), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf.
[117] IOSCO Media Release, "Global securities regulators adopt new principles and increase focus on systemic risk", June 10, 2010, online: https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS188.pdf.

- **Principle 7**: The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly;
- **Principle 8**: The Regulator should seek to ensure that conflicts of interest and misalignment of incentives are avoided, eliminated, disclosed or otherwise managed;
- **Principle 19**: Auditors should be subject to adequate levels of oversight;
- **Principle 20**: Auditors should be independent of the issuing entity that they audit;
- **Principle 22**: Credit rating agencies should be subject to adequate levels of oversight. The regulatory system should ensure that credit rating agencies whose ratings are used for regulatory purposes are subject to registration and ongoing supervision;
- **Principle 23**: Other entities that offer investors analytical or evaluative services should be subject to oversight and regulation appropriate to the impact their activities have on the market or the degree to which the regulatory system relies on them; and
- **Principle 28**: Regulation should ensure that hedge funds and/or hedge funds managers/advisers are subject to appropriate oversight.[118]

IOSCO described Principle 6, the "systemic risk principle", as follows:

> This new Principle recognises the need for Regulators to be conscious of systemic risk and the role they play in relation to it. The financial crisis has highlighted that financial markets which IOSCO members regulate, or may be exempt from regulation, can be the mechanism by which risk is transferred within the financial system. Under the new principle the Regulator should have, or contribute to, regulatory processes to monitor, mitigate and appropriately manage such risks. Regulators should have particular regard to investor protection, market integrity, transparency and the proper conduct of business within markets as contributing factors to reducing systemic risk.[119]

(ii) IOSCO's 2011 Discussion Paper*, Mitigating Systemic Risk – A Role for Securities Regulators*[120]

After adopting the new principles, IOSCO created the Working Group on Systemic Risk to "examine the role of securities regulators with respect to systemic risk".[121] The core deliverable of that working group, which was co-chaired by the Autorité des marchés financiers of Québec and the Ontario Securities Commission,[122] was this Discussion Paper (2011 paper).

[118] *Ibid.*
[119] *Ibid.*
[120] IOSCO *Mitigating Systemic Risk*, *supra* note 41.
[121] *Ibid* at 3.
[122] *Ibid* at Appendix B.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The 2011 paper's Executive Summary said:

> This Discussion Paper … addresses the role that securities regulators play in promoting financial system stability. In particular, the paper provides insight and guidance on the tools that can be used by securities regulators to identify, monitor, mitigate and manage systemic risk.
>
> Securities regulators have a key role to play in addressing systemic risk, bringing their particular perspective as market integrity regulators. To this end, IOSCO has identified reducing systemic risk as one of the three objectives of securities regulation. The recent financial crisis has led securities regulators to put greater emphasis on systemic risk and financial stability. …
>
> This paper … aims to:
>
> - promote discussion of the ways in which systemic risk intersects with the mandate of securities regulators; and
>
> - provide insight into how IOSCO and securities regulators should identify, monitor, mitigate and manage systemic risk.
>
> Promoting financial stability is a shared responsibility amongst the regulatory community. Securities regulators, prudential regulators and central banks all have an important role to play and come equipped with different tools at their disposal. The nature of the risk identified will, to a large extent, dictate which set of tools will be most effective in addressing the risk.
>
> Due to their mandate and ongoing oversight, securities regulators have a number of advantages in addressing certain aspects of specific systemic risk concerns. For example, securities regulators, through their traditional focus on transparency and disclosure are well placed to work towards an appropriate flow of information to market participants, investors and regulators.
>
> A key message of this paper is that securities regulators are determined to develop a more robust framework of oversight and supervision that emphasizes:
>
> - greater transparency and disclosure throughout markets, regardless of the level of regulation applied to them, and an expansion of the scope of supervision;
>
> - an approach to financial innovation that seeks to better understand the potential risks associated with financial innovation and find the right balance between unrestrained innovation and overregulation;
>
> - increased internal resources devoted to monitoring market developments and identifying emerging risks; and

- engaging with other regulators and supervisors (i.e. prudential regulators, central banks and self-regulatory organizations), both nationally and internationally, to produce a more robust and coordinated framework for promoting financial system stability.

This paper is intended to provide guidance rather than a set of requirements. Thus, a general theme running throughout is that each IOSCO member will need to determine its own response in relation to its mandate and domestic regulatory structure as well as the relative size and characteristics of its securities market. Individual regulators will consequently need to evaluate the scale of their response and the extent to which they can leverage, rather than duplicate, the work of other members of the regulatory community.

IOSCO's members have a variety of regulatory models, including integrated regulators and those that are sectorally focused. In addition, a number of countries have adopted a structure in which research and oversight of systemic risk is co-ordinated in a particular body or forum. As a result, this paper aims to identify the tools and information regulators should have access to, regardless of their source. …

The fundamental objectives of this paper are to outline a general approach that should be taken by regulators and spur further discussion on the role of securities regulators in addressing systemic risk. Recognizing that discussions on this topic will be ongoing, IOSCO will continue to facilitate the dialogue among securities regulators as well as with the broader regulatory community and other stakeholders.[123]

Chapter 1 of the 2011 paper summarizes the "lessons from the crisis for securities regulators" as follows:

The crisis highlighted that although the traditional disclosure and business conduct oversight functions of securities regulators contribute to a reduction of systemic risk, they are not specifically designed to do so and, in their scope and application at the time of the crisis, were not sufficient to prevent systemic risk from emerging and threatening financial stability, particularly when those risks emerge in areas where disclosure and business conduct rules are inapplicable, insufficient or inadequately applied. During the crisis, a number of contributing factors that threatened financial stability were not sufficiently mitigated by the practice and/or scope of business conduct oversight and disclosure regulation prevailing at the time.

The following are examples:

[123] *Ibid* at 3-5.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

(a) The role of non-bank financial institutions (with securities regulators as the primary regulator). Some of these institutions played a similar role to banks in creating and transmitting systemic risk, but were not subject to a corresponding level of supervision;

(b) The interconnectedness of the global market place. The growing interactions between banking and capital markets and the level of interconnectedness in the system were not properly understood and monitored by regulators or market participants, and therefore risks that were magnified by interconnectedness were not appropriately priced in the market;

(c) Capital requirements and prudential standards which did not create incentives for appropriate risk taking. Market participants may have had incentives to move their activities to less regulated and more opaque segments of the system, negating the effectiveness of existing regulation;

(d) Product complexity. Complexity challenged the capacity of disclosure and market conduct regulation to overcome information asymmetries and resolve conflicts of interest: even with the disclosure available at the time, certain market participants, including professional investors and market gatekeepers, lacked an understanding of the risks inherent with complex investments;

(e) Product innovation. Notwithstanding their benefits, innovations in finance complicated institutions' risk management and increased the cost of information by increasing interconnections between markets and amplifying problems in particular markets and institutions of any size and function, resulting in transmission of risk through other parts of the financial system. Inadequate disclosure about the risks associated with new products exacerbated this problem, and a lack of understanding of risks also contributed to the lack of disclosure;

(f) Conflict management. Managing conflicts of interest, especially in financial conglomerates became more difficult and costly. Certain gatekeepers – in particular credit rating agencies – were not subject to sufficient (reputational) constraints and there was over-reliance on their assessments of the risks attached to institutions, products and strategies rather than internal risk assessments;

(g) The cyclicality of financial markets, and the tendency for both regulation and market participants' behaviour to be pro-cyclical; and

(h) The risks in over-the-counter (OTC) markets. A lack of transparency and robust infrastructures in OTC markets have undermined market confidence at the height of the crisis, raising fears over counterparty strength and contributing to the rapid evaporation of liquidity, thereby exacerbating the crisis.

> Securities regulation did not adequately deal with these features and consequently the following outcomes were observed:
>
> (a) Certain activities that had significant impact on incentives, the flow of information or distribution of risks were not regulated in many jurisdictions (for instance credit ratings agencies).
>
> (b) Inadequate attention was given to the negative externalities and systemic implications of risks accumulating as a result of individual institutions' behaviour (this goes to the need for a macro-prudential framework highlighted by international institutions and G-20 leaders);
>
> (c) Prior to the crisis, in many jurisdictions, securities regulators were not charged with evaluating systemic risk as part of their official remit, which was typically focused on investor protection and market integrity. In some cases, there was a misunderstanding of the risks in the system and an inadequate and/or incomplete application of the traditional tools of securities regulators to limit undesirable or improperly priced risk-taking through market discipline, disclosure and corporate governance.[124]

Chapter 1 of the 2011 paper then outlines the "post-crisis responses" at the international level, including the following description of "defining and measuring systemic risk":

> In 2009, the IMF, the FSB and the BIS set out an approach to assessing systemic importance. They first proposed defining a "systemic event" as "a risk of disruption to financial services that (i) is caused by an impairment of all or parts of the financial system and (ii) has the potential to have serious negative consequences for the real economy."
>
> They then outlined three main criteria to assess the "systemic importance" of firms, markets or instruments. These were size (the volume of financial services provided by the individual component of the financial system), substitutability (the extent to which other components of the system can provide the same services in the event of a failure) and interconnectedness (linkages with other components of the system). They proposed that an assessment based on these three criteria should be complemented with reference to financial vulnerabilities (leverage, liquidity risk, maturity mismatches and complexity) and the capacity of the institutional framework (including market infrastructures) to deal with financial failures. These guidelines offered an early conceptual framework which has since served as a very useful reference point for supervisors and the industry alike. However, the practical implementation of those guidelines remains challenging,

[124] *Ibid* at 8-10.

in particular due to the nature of our markets and instruments as well as the measurement and inclusion of criteria other than size.

These initial considerations have been augmented by various contributions offering sectoral perspectives (e.g. insurance, hedge funds, money market funds), raising specific concerns (e.g. in relation to high frequency trading or systemic aspects of the credit default swaps markets) or reflecting the industry's views (notably, the difference between systemic importance and systemic risk and the benefits of large financial institutions). Different dimensions of systemic risk are being discussed, such as the impact of concentration, contagion mechanisms and aspects of collective behaviour (herd effects, crowded trades and market freezes), many of which are relevant to securities regulators. Alongside the potential for a shock to the financial system and its propagation, the time dimension of systemic risk emerges as an important element to consider and is connected to the work on the pro-cyclicality of financial and regulatory behaviour. Those various contributions highlight the complexity and diversity of risks to be considered.

This work is complemented by a vast effort by the IMF, the BIS, central banks, academics and others to improve the identification of systemic risk sources and develop early warnings (e.g. using stress indicators and risk maps). New methodologies are being tested to measure individual contributions to systemic risk and improve the understanding of the various contagion effects across the financial system (network approaches, co-risk and default clustering models and portfolio approaches). In connection to this work, the FSB and the IMF have published a map of information gaps in identifying sources of systemic risk (in particular regarding the collection of information on linkages between financial institutions and including information about unregulated areas of the financial system), alongside recommendations for strengthening data collection. This area clearly remains a major challenge for supervisors and the industry, in terms of coverage and types of data requested (at the macro and financial institution level) for reporting, analysing and exchanging information, and of costs involved.[125]

…[M]any of the reforms pursued by securities regulators since the financial crisis contribute to financial stability by targeting specific vulnerabilities and potential sources of systemic risk. They mark a significant sharpening of focus of the securities regulators, and of IOSCO, on systemic risk.[126]

[125] *Ibid* at 10-11. References omitted.
[126] *Ibid* at 12.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Chapter 1 of the 2011 paper then describes a "revised approach to securities regulation" as follows:

> After the financial crisis, IOSCO revised the Principles to provide guidance on how issues highlighted by the crisis should be addressed. The revisions included eight new Principles as well as several revisions to existing Principles, and these have been noted by the FSB and the G-20.
>
> In particular, IOSCO adopted two new principles on identifying, assessing and mitigating systemic risk (Principle 6), and on reviewing the regulatory perimeter (Principle 7), and is currently in the process of developing an appropriate methodology to support these new principles. The preparation of this Discussion Paper is intended to contribute to that work. These principles are among eight relating to the conduct of securities regulators, and both relate to the third objective of securities regulation, which is to reduce systemic risk. In addition, IOSCO also decided to incorporate identification and mitigation of systemic risk in the organisation's strategic mission and goals for the next five years.
>
> **Principle 6 and the associated commentary approved by IOSCO are as follows:**
>
> *The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate.*
>
> Systemic risk refers to the potential of any widespread adverse effect on the financial system and thereby on the wider economy. Factors which can give rise to systemic risk may include the design, distribution or behaviour under stressed conditions of certain investment products; the activities or failure of a regulated entity; a market disruption; or an impairment of a market's integrity. Systemic risk can also take the form of a more gradual erosion of market trust caused by inadequate investor protection standards, lax enforcement, insufficient disclosure requirements, inadequate resolution regimes or other factors.
>
> The regulator should have or contribute to regulatory processes, which may be cross-sectoral, to monitor, mitigate and appropriately manage such risk. The process can vary with the complexity of the market. Regulators should have particular regard to investor protection, market integrity, and the proper conduct of business within markets as contributing factors to reducing systemic risk.
>
> **Principle 7 and the associated commentary approved by IOSCO are as follows:**
>
> *The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.*

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

> The Regulator should adopt or participate in a process for conducting a rigorous and regular review of markets and market participants' activities so as to identify and assess possible risks to investor protection, market fairness, efficiency, and transparency or risks to the financial system and review the existing perimeter of regulation in order to mitigate risks to these regulatory Objectives. Such review should include consideration of whether new developments in financial products have an effect on the scope of securities regulation, and whether the regulatory premises underlying any existing regulatory exemptions (such as those dealing with sophisticated or institutional investors) continue to be valid. Regulators should have in place a process for both periodically and on an ad hoc basis determining whether the regulators' existing powers, operational structure, and regulations are sufficient to meet potential emerging risks.
>
> Such a process should allow for any necessary changes to the existing perimeter of regulation, which may also include seeking legislative amendment, to be made effectively and in a timely way in response to an identified emerging risk.[127]

Chapter 1 of the 2011 paper then describes the following "issues for securities regulators":

> Securities regulators have begun to focus on systemic risk in line with revisions to the Principles, and the activities outlined above. They recognise that the pre-crisis practices that emphasised market discipline and transparency remain essential but need to be strengthened and complemented by stability focus on the challenges presented by systemic risk.
>
> This focus will require changes in the approach to securities regulation and will require enhanced access to information for regulators (e.g. through trade repositories) and better surveillance systems that are able to cope with the greater integration of markets and technological developments. It will also require a significant increase in supervisory resources and enhancements in securities regulators' capabilities for risk analysis. The resulting increase in costs for market participants and regulators will need to be balanced with the benefits of more intensive oversight. Lastly, it will also require regulators together with the responsible body (in some jurisdictions, the central bank or the systemic risk oversight body) to mitigate any emerging systemic risk before they can crystallise and threaten the financial system, as well as to reduce the impacts of any risks which, for whatever reason, happen to materialize.
>
> All such actions are consistent with and support securities regulators' current mandates regarding market efficiency and integrity, corporate governance and investor protection.

[127] *Ibid* at 12-3. References omitted.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

> The new direction implies not only monitoring the emergence of potential risks in the system, but also ensuring that financial markets are working efficiently and contributing positively to the real economy (financing, hedging and transfer of risks, price formation, and access to liquidity and efficient allocation of savings).[128]

Chapter 2 of the 2011 paper describes "the sources of systemic risk, how systemic risk develops, how it is transmitted through the securities markets and the implications for securities regulators", providing a non-exhaustive list of factors to be considered when assessing the potential for systemic risk.[129] The factors are: size; interconnectedness; lack of substitutes and concentration; lack of transparency; leverage; market participant behavior; information asymmetry and moral hazard.[130] It observes that:

> Financial markets exist, in part, to transfer risk from one participant to another. As such, the effects of changes in market conditions are transmitted naturally as part of the markets' adjustment to new information and that transmission is essential to its efficient functioning. However, in times of stress, these channels can also lead to the spread of systemic risk.[131]

> It also says: "…systemic risk will often, if not always, travel across geographic boundaries and that regulation may unintentionally result in regulatory arbitrage. Effective regulation will therefore require coordination and cooperation among securities regulators internationally."[132]

Chapter 3 of the 2011 paper describes "initial considerations for identifying systemic risks", proposing "some approaches and indicators that securities regulators might use in seeking to identify sources of systemic risk".[133] After discussing the issues, it concludes with "a practical example of how the Canadian Securities Administrators (CSA) addressed the issue of identifying systemic risk in the Canadian securities markets",[134] reproduced below:

[128] *Ibid* at 14.
[129] *Ibid* at 16.
[130] *Ibid* at 16-21.
[131] *Ibid* at 23.
[132] *Ibid* at 27.
[133] *Ibid* at 30.
[134] *Ibid.*

Figure B: The Canadian Experience

Assessment of Systemic Risk in the Canadian Securities Market

In October 2009, the Canadian Securities Administrators (CSA) formed a committee (the Committee) to develop processes to identify, analyse and monitor systemic risk in the Canadian securities markets, to make an assessment of existing systemic risk therein and to make recommendations on potential steps to mitigate the identified systemic risks. Members assigned by the various participating provincial and territorial securities regulators to the Committee have a diverse range of experience in securities regulation.

The Committee developed an assessment process based on defining systemic risk from the perspective of securities regulators and categorizing the securities market in a top-down fashion. This approach considered groups of entities and market activities in addition to single entities of significant size and importance. Initially, the Committee identified seven key elements of the Canadian securities market: market participants, markets, market service providers, clearing and settlement systems, investment products, selling practices and market activities, and regulators and/or other oversight organizations. Within these elements, the Committee identified over 50 categories for consideration of the types of risk. Of these categories, the following were selected for more in-depth study: OTC derivatives, clearing and settlement systems and central counterparties, hedge funds, direct market access, electronic trading, credit rating organizations, repos, securitized investments, investment dealers, custodians and commodity indices. In addition, the Committee investigated the role that each of counterparty risk, funding liquidity risk and market liquidity risk play with respect to systemic risk. For each of the selected categories, the Committee assessed the potential for systemic risk based on the guidance from the FSB/IMF/BIS October 2009 report. As part of the assessment of systemic importance to securities regulators, the Committee also considered jurisdiction and the perimeter of regulation.

After prioritizing the categories on a preliminary basis, the Committee began identifying specific sources of systemic risk. The identification of systemic risk was conducted through a variety of methods including academic review and consultation with subject-matter experts within the CSA or other regulators. The potential systemic risks that were identified most commonly stemmed from actual or potential concentration, interconnectedness, large counterparty exposures and opacity. Less frequently, the identified risks reflected high levels of potential leverage, moral hazard and market innovation/regulatory gaps. The Committee also identified potential causes for each risk and potential mitigation steps, including monitoring of existing or new data, amending regulation or policy, and further cooperation with other regulators. In many cases, the Committee concluded that some areas of potential concern were already being considered as part of the existing policy development process within the CSA. For example,

> CSA committees were already considering steps to address risks associated with OTC derivatives and credit rating agencies.[135]

Chapter 4 of the 2011 paper describes the policy and regulatory tools available, saying:

> Interventions by securities regulators can be grouped into five broad categories:
>
> i. transparency and disclosure;
>
> ii. business conduct oversight (rules and other interventions aimed at shaping the behaviour of market participants);
>
> iii. organisational, prudential and governance requirements;
>
> iv. prevention of risk transmission; and
>
> v. emergency powers.[136]
>
> These forms of intervention can be useful in addressing the various sources of systemic risk once they have been identified. For instance:
>
> - Risks arising from size and interconnectedness can be reduced through:
>   - limiting the exposure one entity can have to another, or restricting the presence of common personnel across interconnected entities (such as shared company directors) or disclosing potential conflicts of interest arising from such shared company directors;
>   - requirements to disclose the extent of exposure to other entities; and
>   - business conduct rules – e.g. limiting the conflicts of interest which can exist in the conduct of normal business.
> - Lack of transparency can be resolved by introducing more stringent product and market disclosure requirements.
> - 'Lack of substitutability' and 'concentration' issues can be addressed by introducing policies which encourage competition and putting in place market rules such as large trader reporting requirements and position limits.

[135] *Ibid* at 38-9.
[136] *Ibid* at 40.

- Risks arising from leverage can be addressed directly through prudential requirements which limit the amount of leverage taken on by an entity, or indirectly via disclosure, imposition of obligations or other incentives.

- Issues relating to market participants behaviour can be mitigated through organisational and governance requirements (e.g. those targeting remuneration practices).

It is important to note that greater transparency and strong business conduct oversight are not only mitigating tools but can also be reliable identifiers of emergence of systemic risk in the market.[137]

Chapter 4 of the 2011 paper goes into considerable detail describing how each of these tools may reduce systemic risk.[138]

The Conclusion of the 2011 paper highlighted the following "preliminary findings":

1. Disclosure and transparency are critical to identifying the development of systemic risk and to arming regulators with the information needed to take action to address it. Transparency in markets and products is crucial to understanding and mitigating systemic risk, in addition to allowing market participants to better price risk. Securities regulators have a particular responsibility and interest in promoting transparency at the market level as well as adequate disclosure at the product and market participant level.

2. Robust regulatory supervision of business conduct is essential to managing conflicts of interest and the build-up of undesirable incentive structures within the financial system. Without it, incentives can quickly become distorted with drastic consequences such as increased leverage and risk in the system. With it, investor confidence is likely to provide greater stability to the market.

3. Financial innovation and its implications for financial stability should be a focus for securities regulators. Innovation should be encouraged and facilitated where it has the potential to improve the efficiency of the markets or to bring useful products and new participants to the market. Innovation which involves opacity or improper risk management should be carefully monitored.

4. Given the central role of markets in the overall financial system and their capability to generate and/or transmit risks, securities regulators should work with other supervisors to improve the overall understanding of the economics of the securities markets, their vulnerabilities and the interconnections with the broader financial sector and the real economy. Sharing of market information and

[137] *Ibid* at 40-1.
[138] *Ibid* at 41-56.

knowledge, will be essential to deliver a truly efficient regulatory response to systemic risk.

5. It is important for securities regulators to develop key risk measurements relevant to systemic risk arising within securities markets, and improve their understanding and application of tangible steps to mitigate identified systemic risk.[139]

(iii) IOSCO's 2011 *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*[140]

The 2011 paper was intended to contribute to the development of an appropriate methodology for assessing the new principles of securities regulation.[141] The 2011 *Methodology* addressed the new principles and updated the methodology for all principles, consolidating interpretive material previously included as part of the principles.[142]

The 2011 *Methodology's* analysis of Principle 6 is reproduced below:

Principle 6 The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate

Objective

Systemic risk refers to the potential that an event, action, or series of events or actions will have a widespread adverse effect on the financial system and, in consequence, on the economy. Securities regulators are concerned about systemic risk because it not only has the potential to harm a large number of investors and market participants, but because it also can have a widespread negative effect on financial markets and the economy.

Reducing systemic risk is one of the Core Objectives of Securities Regulation. Principle 6 recognizes that securities regulators have an important and unique role to play in monitoring, mitigating, and managing systemic risk. Systemic risk is not limited to sudden catastrophic events; it may also take the form of a more gradual erosion of market trust. Implementing many of the other principles of securities regulation will be important in mitigating risks to market trust. In

[139] *Ibid* at 61-2.
[140] IOSCO, *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, September 2011 [version revised August 2013] (IOSCO Methodology 2011) online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359.pdf.
[141] IOSCO *Mitigating Systemic Risk*, *supra* note 41 at 13.
[142] The IOSCO OPSR 1998, *supra* note 53, was 167 pages; the IOSCO OPSR 2010, *supra* note 116, is 12 pages; much of that material moved to the IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140, which grew from 161 pages in 2008 to 237 pages in 2011.

particular, strong investor protection standards, vigorous enforcement, the transparency offered by extensive disclosure requirements, robust resolution regimes, or other factors are all important elements of how the regulator can mitigate and manage risks against a gradual erosion of market trust.

Promoting financial stability is a shared responsibility amongst the financial sector regulatory community. Securities regulators, prudential regulators and central banks all have important roles to play and come equipped with different tools at their disposal. The nature of the risk identified will, to a large extent, dictate which set of tools may be most effective in addressing the risk. The tools available to securities regulators to reduce systemic risk generally consist of strong investor protection standards and enforcement, disclosure and transparency requirements, business conduct regulation and resolution regimes for market intermediaries. This Principle explicitly recognizes that securities regulators may not have the appropriate tools to address certain forms of systemic risk and, therefore, it is important that they cooperate with other regulators.

Effective securities regulation is predicated on preserving market integrity, financial stability, and investor protection. This approach recognizes that the market is composed of an interconnected network where the activities of one or more participants can have spill-over effects on all. Systemic risk arising in one part of the financial system may also be spread to other parts of the financial system through the markets and the economy. Consequently, securities regulators need to work with other regulators to understand the interconnections between market participants, markets, and market infrastructures.

Securities markets are characterized by rapid changes and financial innovation. Innovation should be encouraged and facilitated where it has the potential to improve the functioning of the markets and to provide investors with greater choice. However, innovation may not always be beneficial, particularly when it leads to opacity or is associated with poor risk management. Regulators should be aware of new and evolving products, business models and participants, and the potential risks they pose to the financial system as a whole. Regulators need to strive to understand the potential risks associated with financial innovation and develop approaches that permit beneficial innovation while preserving investor protection.

Securities regulators should look to develop key risk measurements relevant to systemic risks arising within securities markets, and improve their understanding and application of tangible steps to mitigate such risks. Securities regulators may be able to leverage work done by other supervisors but it will be important to develop their own risk indicators through the use of qualitative and quantitative data. Such indicators are being developed and will evolve over time.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

Key Issues

1. The regulator should have or contribute to regulatory processes, which may be cross-sectoral, to monitor, mitigate, and appropriately manage systemic risk. The process can vary with the complexity of the market.

2. Given the central role of markets in the overall financial system and their capability to generate and/or transmit risks, securities regulators should work with other supervisors to improve the overall understanding of the economics of the securities markets, their vulnerabilities and the interconnections with the broader financial sector and the real economy.

3. The Regulator should have or develop systems and processes to permit the sharing of information and knowledge as an essential component for the delivery of an effective regulatory response to systemic risk.

Key Questions

1. Does the regulator have or contribute to a regulatory process (which may be focused on the securities market or be cross-sectoral) to monitor, mitigate, and appropriately manage systemic risk, according to the complexity of the regulator's market consistent with its mandate and authority?

2. Is the regulator developing expertise regarding risk measurements and analysis relevant to systemic risk, or if not, is the regulator able to take into consideration and apply risk measurements and analysis developed by other regulators?

3. Is there communication and information sharing between the regulator and other financial sector regulators who have responsibility for systemic stability with respect to efforts to reduce systemic risks?

Explanatory notes

Disclosure and transparency are critical to identifying and understanding the development of systemic risk and arming regulators with the information needed to take the appropriate action. Transparency in markets and products is also crucial to allow market participants to better price risk. Regulators have a particular responsibility and interest in promoting transparency at the market level as well as adequate disclosure at the product and market participant level.

Regulators also have a particular responsibility for establishing organizational requirements, business conduct regulation, and resolution regimes for market intermediaries, which are important elements in mitigating and managing systemic risk. Robust oversight of organizational requirements and business

> conduct is essential to managing the build-up of undesirable incentive structures which can be an important source of risk in the financial system.
>
> Reducing systemic risk also needs to be considered within the context of the regulator's broader mandate. A number of other principles also contribute to the regulator's efforts to identify, mitigate, and manage systemic risk. These include, in particular, principles relating to the perimeter of regulation (Principle 7), conflicts of interest (Principle 8), cooperation and information-sharing with other regulators (Principle 13-15), oversight of Credit Rating Agencies (Principle 22), oversight of hedge funds and/or hedge funds managers and advisors (Principle 28), procedures for dealing with the failure of a market intermediary (Principle 32) and supervisory requirements of clearing and settlement (Principle 38).
>
> When assessing Key Question 1, the assessor should consider whether the regulator has or contributes to a regulatory process (which may be focused on the securities market or be cross-sectoral) with respect to systemic risk posed by entities within the scope of its regulation, e.g., with respect to market intermediaries, hedge funds or central counterparties which are themselves systemically important in the relevant securities market.

The 2011 *Methodology* "is designed to provide IOSCO's interpretation of the [Principles] and to give guidance on the conduct of a self-assessment or third party assessment of the level of Principles implementation."[143] The 2011 *Methodology* says:

> The assessment is not an end in itself. Rather, assessment should be viewed primarily as a tool for identifying potential gaps, inconsistencies, weaknesses, and areas where further powers or authorities may be necessary, and as a basis for framing priorities for enhancements or reforms to existing laws, rules and procedures. [144]

a. Financial Sector Assessment Program

The 2011 *Methodology*, and previous versions, have been used by the IMF as part of the Financial Sector Assessment Program (FSAP).[145] Canada's FSAP assessments are not reviewed in detail here because more extensive and precise descriptions of how Canadian securities regulators are implementing the IOSCO principles related to systemic risk are found in the context of IOSCO's 2013 *Thematic Review of the Implementation of Principles 6 and 7 of the IOSCO Objectives and Principles of*

[143] IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140 at 8.
[144] *Ibid* at 15.
[145] *Ibid* at 14, n. 14.

Securities Regulation,[146] reviewed below. However, some limitations on FSAP assessments should be noted.

Although the FSAP grading system naturally invites comparisons,[147] the assessments are not designed to compare or rank the performance of different regulatory systems.[148] Moreover, FSAP assessments are credible only to the extent that they apply the IOSCO

[146] (IOSCO *Thematic Review* 2013) online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD424.pdf.
[147] The following table compares the aggregate gradings from the FSAP assessments of: Canada (2014); the United States (2015); Switzerland (2014); Hong Kong (2014); Italy (2013); France (2013); and Australia (2012). All these assessments used IOSCO's 2011 *Methodology*.

Number of IOSCO principles	**Canada**	**United States**	**Switzerland**	**Hong Kong**	**Italy**	**France**	**Australia**
Fully implemented (FI)	24	25	12	26	28	25	24
Broadly implemented (BI)	13	10	17	8	7	8	8
Partly implemented (PI)	0	2	8	3	1	3	5
Not implemented (NI)	0	0	0	0	0	0	0
Not applicable (NA)	1	1	1	1	2	2	1
Total	38	38	38	38	38	38	38

The following table compares the aggregate gradings from FSAP assessments (using IOSCO's 2008 *Methodology*) of: Canada (2008); the United States (2010); Australia (2006); UK (2011); France (2005); and Germany (2011).

Number of IOSCO principles	**Canada***	**United States**	**Australia**	**UK**	**France**	**Germany**
Implemented/Fully implemented (FI)	24	16	21	19	18	21
Broadly implemented (BI)	4	8	5	10	7	4
Partly implemented (PI)	1	5	2	0	2	2
Not implemented (NI)	0	0	1	0	0	0
Not applicable (NA)	1	1	1	1	3	3
Total	30	30	30	30	30	30

*These gradings result from the subsequent implementation in Canada of National Instrument 31-103 and National Instrument 41-104, which were pending in 2008; gradings prior to implementation were FI, 22; BI, 4; PI, 3; NI, 0; NA, 1. See IMF FSAP (2008), online: https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=21713.0 at 20-1, 35-6, and 49.
[148] IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140 at 15:

> The assessment is not an end in itself. Rather, assessment should be viewed primarily as a tool for identifying potential gaps, inconsistencies, weaknesses, and areas where further powers or authorities may be necessary, and as a basis for framing priorities for enhancements or reforms to existing laws, rules and procedures. This Methodology specifically contemplates that the assessment process will involve a dialogue in which the regulator will explain the details of its market structure, laws, and regulatory program and how, in view thereof, the regulator believes its regulatory program addresses the Key Questions and Key Issues so as to meet the objectives of the Principles.
>
> In this regard, IOSCO has made clear that the Principles are not intended to be a pure checklist and that the regulator and the assessors will need to exercise judgment when using the Methodology as a tool, in particular when Questions relating to the sufficiency of a program, of resources, or to the degree of achievement of a certain principle are being assessed.

Methodology and, with respect to the FSAP assessments of Canada, it is necessary to distinguish between the IMF's *functional* opinions (ostensibly based on the IOSCO *Methodology*) and the IMF's *structural* opinions (not based on the IOSCO *Methodology*).[149]

The IMF's structural opinion – its "longstanding view"[150] that Canada should have a national securities regulator – fundamentally conflicts with the *Methodology*.[151] That conflict was evident in Canada's 2014 FSAP assessment, which prompted the following response from the participating securities regulators:

> In order for [FSAP] assessments to be viewed as objective, it is important for the IMF to focus on the substantive elements of the securities regulatory regime, as opposed to constitutional and political considerations as to how the responsibilities for implementing the regime have been delineated. As such, the Canadian securities regulators feel comments respecting the observations of the Supreme Court of Canada in a constitutional matter concerning securities regulation go beyond the scope of the assessment against the IOSCO Principles.[152]

[149] The distinction between functional and structural opinions is described in E. Spink, "Distinguishing Functional and Structural Opinions", September 29, 2010, Reference Record of the Attorney General of Alberta in the Supreme Court of Canada, vol. 21, 274, online: http://www.droitdesaffaires.ca/uploads/3/5/2/9/3529835/volumexxireferencerecordagalberta.pdf at 276-80 (paras 3-20). The distinction and the political context of Canada's 2008 FSAP are described in E. Spink, "Federalism and Securities Regulation in Canada" (Spink Federalism), in Verrelli, N. (ed.), *Canada: The State of the Federation 2011 – The Changing Federal Environment: Rebalancing Roles* (McGill-Queen's University Press, Montreal & Kingston: 2014 at 119-22.

[150] See IMF, *Transcript of a Conference Call on the Staff Report for the 2011 Article IV Consultation with Canada*, December 22, 2011, online: http://www.imf.org/external/np/tr/2011/tr122211.htm, per IMF Mission Chief Mr. Milesi-Ferretti, who also said "[we are] economists and experts on economic grounds … talking … strictly about economic grounds and we are clearly not in a position to comment about the legal infrastructure."

[151] "*The Principles do not prescribe a specific structure for the regulator.* In this Methodology, the term "regulator" is used compendiously. There need not be a single regulator. In many jurisdictions, the desirable attributes of the regulator set out in the Principles are in fact the shared responsibility of two or more government or quasi-government agencies with governmental powers." IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140 at 20. Emphasis in original.

[152] IMF Country Report No. 14/73, *Canada Financial Sector Assessment Program: IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation Detailed Assessment of Implementation*, March 2014, online: https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41409.0. The Canadian securities regulators' Response also disagreed with other elements of the assessment but otherwise welcomed the review and undertook to "carefully consider the findings and recommendations from this FSAP". *Ibid* at 32-4.

(iv) IOSCO 2013 *Thematic Review of the Implementation of Principles 6 and 7 of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*

In 2013, IOSCO published the Final Report of its Thematic Review of the Implementation of Principles 6 and 7 of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation (2013 Thematic Review). The 2013 Thematic Review was conducted by IOSCO's Assessment Committee[153] and a Review Team based on survey responses from 34 IOSCO members from 31 jurisdictions, including a joint response from the Ontario Securities Commission, the Autorité des marchés financiers of Québec, and the Alberta Securities Commission.[154]

The objectives of the 2013 Thematic Review were to:

- Identify, survey and describe current or proposed measures by IOSCO Members to implement Principles 6 and 7;
- Identify any significant differences in developed approaches and measures and flag those differences;
- Provide examples and good practices which may act as guidance and stimulus to IOSCO Members on how they might implement these Principles;
- Provide further guidance to assessors on how the current IOSCO Methodology on these Principles should be interpreted;
- Provide guidance to IOSCO on possible revisions to the current IOSCO Methodology to reflect what is perceived to be good practice; and
- Identify areas in which further guidance may be required.[155]

The Review Team developed "high level recommendations" which "draw from what are increasingly common practices among participating IOSCO Members".[156] The recommendations address:

[153] IOSCO "The [IOSCO Assessment Committee] is responsible for developing and delivering programs to identify and assess implementation of IOSCO's Objectives and Principles of Securities Regulation ('IOSCO Principles') and other standards and policies set out in IOSCO reports or resolutions approved by IOSCO ('IOSCO Standards') across the IOSCO membership."
https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=19
[154] IOSCO *Thematic Review* 2013, *supra* note 146 at 4.
[155] *Ibid* at 2-3.
[156] *Ibid* at 6.

- The structure within which processes are conducted and the processes themselves;
- How regulators should co-operate with other agencies in their own jurisdiction and with regulators in other jurisdictions; and
- The resourcing and culture which the Thematic Review highlighted as necessary to support the processes and co-operation arrangements.[157]

The Final Report says:

> The recommendations are also at a high level – and necessarily so. The IOSCO Assessment Committee believes there cannot be a *one size fits all* approach to processes to give effect to Principles 6 and 7 given differences in legal frameworks, regulatory structures, regulatory perimeter, and local market circumstances (for example the complexity and/or size of the securities market).[158]

One of the Final Report's "key findings" highlighted this point, saying:

> Jurisdictions have adopted **different approaches to addressing systemic risk and to reviewing the regulatory perimeter**. These differences reflect **different financial regulatory architectures** [footnote] (i.e., integrated, twin peaks (or twin peaks-based) or sectoral as well as the domestic territorial organization (e.g., national, federal, provincial, etc.). These differences relate to the way regulatory agencies have set up their internal processes and how they co-operate.[159]

The footnote says:

> Regulatory structures concerning financial oversight in the various contributing jurisdictions vary widely. Differences are observed from jurisdiction to jurisdiction regarding which bodies are charged with overseeing financial markets and dealing with threats to the stability of the financial system. The following types of structures / approaches were identified through the survey responses:
>
> - Various *twin peaks* based models (that separate prudential regulatory oversight from securities market and conduct-of-business regulatory oversight)

[157] *Ibid* at 7.
[158] *Ibid*. Emphasis in original.
[159] *Ibid* at 11. Emphasis in original.

- where some areas are under the supervision of the securities market regulator (in charge of conduct-of-business regulation except for banking and insurance products) and where the prudential regulator is in charge of prudential regulation of all financial entities except asset management firms;
- where prudential regulatory oversight is within the national bank and separated from conduct-of-business regulation;
- where the insurance sector and pension funds are under separate sectoral supervision;
- an institutional structure where each distinct sector of the financial services industry has an independent or distinct regulatory agency.

• Sectoral and federal/provincial models
• Integrated models
  - an integrated model with two exceptions, where the insurance sector and clearing and settlement are supervised by a separate body;
  - an integrated model with the exception that commercial banks are under the supervision of the central bank;
  - an integrated model with the exception that commercial banks and non-bank deposit-taking financial institutions are under the supervision of the central bank.
• A mix between an institutional and functional structure.[160]

Other "key findings" in the Final Report include:

> *Powers in relation to systemic risk*
>
> Few respondents were able to point to **explicit legal powers** to deal with systemic risk. Most respondents pointed to **implicit powers** to identify or address systemic risk through their general mandate to ensure the proper functioning of financial markets as a matter of operational policy and practice. These included being responsible for ensuring the orderly function of securities markets, overseeing market infrastructures, "conduct of business" regulation and regulation of collective investment schemes – all of which can be affected by systemic risk.[161] …
>
> *Systemic* Risk definition
>
> All but three respondents indicated that they have either a legal, statutory or working definition in place that is either based on, or consistent with, the **IOSCO definition of systemic risk.** ... [referring to:]

[160] *Ibid* at 11, n.11. Emphasis in original.
[161] *Ibid* at 13. Emphasis in original.

> "*The potential that an event, action, or series of events or actions will have widespread adverse effect on the financial system and in consequence on the economy [Systemic risk] has the potential to harm a large number of investors and market participants and […] also can have a widespread negative effect on financial markets and the economy"*[162]
>
> Jurisdictional *arrangements*
>
> Dealing with **issues of financial stability (and therefore systemic risk) is still predominantly considered to be the responsibility of central banks or prudential regulators**. Although it is increasingly acknowledged that securities regulators do have an important role to play in identifying, monitoring and mitigating systemic risks, and hence in promoting financial stability, the notion still has a prudential bias.
>
> All respondents have indicated that they have either formal or informal arrangements in place to address systemic risk; with other regulators and supervisors within their jurisdiction and with regulators in other jurisdictions. …
>
> Twenty three respondents [including Canada] have indicated the existence of intra-jurisdictional financial stability oversight bodies or other forms (such as inter-ministerial forums).[163]

The 2013 Thematic Review summarized other examples of how Canada was implementing Principles 6 and 7, but it is more useful to examine the detailed responses of the Canadian authorities to the questions posed by the Thematic Review.

(v) Canadian securities regulators' response to IOSCO Thematic Review Questionnaire (CSR Response)[164]

The CSR Response is the best available description of:

- how securities regulation fits within the regulatory structure of the Canadian financial sector and within the Canadian legal framework;

---

[162] *Ibid* at 14, citing IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140 at 39. Emphasis in original.
[163] IOSCO *Thematic Review* 2013, *ibid* at 15-6.
[164] Ontario Securities Commission, Autorité des marchés financiers, Alberta Securities Commission, *Canadian securities regulators' response to IOSCO Thematic Review*, November 15, 2012 (CSR Response) at 2:

> For purposes of this survey, we collectively refer to ourselves as the "Canadian securities regulators." Our responses are intended to generally reflect the securities regulatory environment in Canada.

Where the CSR Response describes the position of the CSA Systemic Risk Committee, references are to the CSA or the CSA Systemic Risk Committee.

- how various components of the structure and framework work together to address systemic risk;
- how the CSA defines "systemic risk" and what is "systemically important" to them;
- how Canadian securities regulators coordinate and cooperate with the Bank of Canada, OSFI and the federal Department of Finance through the Heads of Agencies; and
- regulatory initiatives undertaken by the CSA to reduce systemic risk, including the regulation of OTC derivatives markets.

The following points warrant emphasis.

a. How do Canadian securities regulators define "systemic risk"?

The CSR Response noted that there are no established legislative and / or statutory definitions of systemic risk in Canada[165] and provided the following explanation of its own working definition and how it differs from the IOSCO definition:

> The definition should reflect the "system" that a regulator has responsibility for. For the purposes of identifying and analyzing systemic risk, the SRC [CSA Systemic Risk Committee] developed the following working definition from the perspective of securities regulation:
>
> Systemic risk in the capital markets is the risk of a shock:
>
> (i) affecting a significant number of market participants contemporaneously; and
>
> (ii) which may directly or indirectly result in:
>
> (A) a broad decrease in the availability, or a significant increase in the cost, of capital for issuers and individuals; and/or
>
> (B) a significant erosion of investor confidence in the fairness and efficiency of the capital markets.
>
> The CSA's working definition of systemic risk was developed before Principle 6 in the IOSCO Methodology had been finalized and adopted by IOSCO. We note, however, that it has some similarities to the definition in the Methodology.

[165] Ibid at 9.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

> We reviewed our definition against the IOSCO version of the definition of systemic risk and determined to continue to rely on the definition developed by the SRC, largely because it is focused and tailored to the risks that are within our regulatory remit and jurisdiction. For example, our definition contemplates either (or both) a significant impact to the availability or cost of capital (which is associated with most traditional definitions of systemic risk in the financial system) or a significant erosion of investor confidence in the markets. Often the two effects occur together and may mutually reinforce each other, but our definition recognizes that a market could experience a significant erosion of confidence, while the impact to the availability of capital may be more modest and not trigger a definition of systemic risk focused only on the flow of capital.
>
> We also recognize that while risk to the real economy is a likely consequence of systemic risk, an impact to the real economy is not required by our definition since the mandate of Canadian securities regulators is not to promote economic growth or otherwise regulate on the basis of economic stability. Our definition is also not intended to identify risks to the availability of capital on the basis of economic conditions or investment climate, for example risks associated with a cyclical decline in commodity prices. Finally, we note that our definition would capture a gradual erosion of trust in capital markets, similar to the definition in the Methodology, but in practical terms, identifying such conditions may be more difficult than more traditional event-driven conditions.[166]

The only apparent reference to the CSA's working definition in the 2013 Thematic Review was the comment that "[in a few cases, a more tailored approach has been taken, based on the use of a definition relevant to the mandate of the securities regulator".[167] However, IOSCO's 2014 report on *Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators*[168] seems to echo the Canadian approach in several ways. It also emphasized the importance of addressing the "gradual erosion of trust in Capital markets", saying:

> This refinement is necessary because focussing on a narrow definition of systemic risk may interfere with early foresight, especially in securities markets where often new trends, vulnerabilities and risks are not systemic by nature or from the onset, but rather become systemic due to size or a specific confluence of other conditions and circumstances.
>
> In particular, securities products may lead to "a gradual erosion of market trust" in instances where other elements of the regulatory mandate were not complied with, for example risk governance was not solid (weak risk governance is often

[166] Ibid at 9-10.
[167] IOSCO Thematic Review, 14.
[168] IOSCO, *Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators*, June 2014.

> seen as the main cause of the collapse of Lehman Brothers) or where risk culture failed (for example in the context of material conduct lapses or mis-selling).[169]

IOSCO's 2014 report seemed to borrow almost directly from the CSA's working definition, saying:

> Furthermore, in accordance with IOSCO objectives, other significant considerations in the assessment of systemic risk include: (i) the effect of a risk on the cost or availability of capital; and (ii) the effect of a risk on investor confidence in the fairness of a market.[170]

IOSCO's 2014 report also seemed to draw upon the Canadian approach when it discussed a "definition of risk aligned to regulatory objectives", saying:

> Since IOSCO Principle 7 is broader than systemic risk, we insert below a practical definition of risk that casts the net wider than systemic risk to capture new and emerging risks as well as risks to the mandate of the securities regulator:
>
> > "Risks, including potential emerging and systemic risks, in financial market, entities, infrastructures, products and activities which may impact the ability of the securities regulator to meet its regulatory objectives as set out in [relevant rules and regulations / regulatory objectives]."[171]

b. What is systemically important?

The CSR Response says the following, under the heading "Systemic risk exposure":

> The regulatory remit of the Canadian securities regulators covers a wide range of entities and products that could be seen as systemically important. In this regard, the CSA established a Systemic Risk Committee (SRC) to evaluate the range of entities, market participants and investment products that could potentially be systemically important to Canada. Set out below is a selection of some of these entities, together with a brief description of how they might contribute to systemic risk
>
> - Clearing and Settlement Systems (CSS and CCPs) concentrate risk into a small group of institutions and can become "too big to fail."

[169] IOSCO, *Risk Identification and Assessment Methodologies for Securities Regulators*, June 2014, 8, references omitted.
[170] *Ibid.*
[171] *Ibid* at 8-9, references omitted.

- OTC derivatives markets have proved to be a significant source of interconnection between markets and participants that can be hard to assess without greater transparency.

- Credit Rating Organizations can contribute to the increasing of interconnection when many market participants rely on ratings in making investment decisions.

- Securities dealers perform important roles in terms of providing market liquidity. Impairment of a securities dealer can lead to significant withdrawal of market liquidity. A dealer's failure would also impact that firms counterparties and its clients, potentially triggering a contagion effect.

- Securitized Investments can introduce significant complexity which can result in instruments that, if not properly understood, may create linked exposures between seemingly unrelated markets or participants.

- Hedge Funds have the potential to create systemic risks through a number of channels. For example, they may be significant sources of liquidity in certain markets. They also have interconnection between investors and counterparties.

- Electronic trading (e.g., HFT) can cause risk if there are insufficient controls to ensure that erroneous trades and orders do not lead to abnormal dramatic and wide-spread movements in market prices.

- Repo markets are an important source of funding for many market participants. The impairment of those markets or of significant participants in those markets can lead to a liquidity crisis for financial institutions. …

The criteria used to determine the level of systemic importance of these groups of entities and products are size or significance to the capital markets, interconnectedness, availability of substitutes, existing regulation, existing information, complexity and opacity. All these criteria are used to evaluate the potential systemic risk they may pose to the financial sector. However, systemic importance does not necessarily mean that a specific systemic risk exists.

Each different type of entity or product might contribute to or build-up systemic risk in different ways. For example, CCPs could be considered to be systemically important due to their size, significance to capital markets and their interconnectedness alone. Also, while CCPs may serve to reduce counterparty risks in individual transactions, they also contribute to systemic risk generally by concentrating counterparty risks into one entity. …

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

> A key component of the systemic risk "picture" in Canada is the high degree of concentration in some segments and the links introduced by large institutions participating in multiple market segments.
>
> The largest Canadian banks control many of the largest securities dealers and mutual fund management companies. For example, the top 6 securities market counterparties in Canada are owned by the top 6 banks in Canada. Some banks also hold ownership stakes in the TMX Group, which owns and operates a number of the marketplaces and clearing agencies in Canada. The banks are also key participants in the OTC derivatives markets and Canada's core funding markets. Canada's large banks also have significant operations in other countries (the US, UK, and some emerging markets).
>
> Canada's settlement and clearing systems also create a form of interconnectedness between market participants. Clearing and settlement functions are key operations for the efficient operation of the capital markets. A breakdown of these functions can impact investor confidence in the fairness and efficiency of the capital markets as well as have immediate implications for trades in process at the time of the breakdown, although financial exposures may be limited for securities trades with no counterparty obligation (e.g. government bonds). More significantly, some operators of clearing and settlement in Canada also operate a CCP, which creates potential exposure to all members of the CCP that must be guarded against through careful design of the CCP's systems and controls, and regulatory oversight.[172]

c. Coordination and cooperation

The CSR Response says the following, under the heading "General structure and processes for Identifying and Addressing Systemic Risks":

> The major financial regulators in Canada participate in meetings of the Heads of Agencies (HoA). The HoA includes chairs of the four largest provincial securities regulators in Canada (Alberta, British Columbia, Ontario, and Québec), the Governor of the Bank of Canada, the Superintendent of Financial Institutions, and senior government officials from the federal Department of Finance.
>
> The HoA serves as a forum for regulators to coordinate policy in areas of shared responsibility, including systemic risk. The HoA is Chaired by [the Governor of the Bank of Canada] and meets regularly to discuss issues of common concern to the various agencies represented. Currently, the HoA's main focus is on ensuring that a sound regulatory framework is established for OTC derivatives, including trading and clearing of such products. This work is being driven by

[172] CSR Response, *supra* note 164 at 7-8.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

Canada's efforts to implement its G20 commitments, which are intended to address the systemic risk issues OTC derivatives pose to the financial system globally.

…[T]he various provincial securities regulators in Canada work together within the CSA. Shortly after the financial crisis, the CSA established the SRC – a new permanent standing committee that has the mandate:

1. to develop and implement a process to follow up on and/or monitor identified systemic risks, or related knowledge gaps, in the Canadian capital markets;

2. from time to time, based on perceived need, to conduct comprehensive or targeted assessments of systemic risk in the Canadian capital markets; and

3. to continue to build knowledge of systemic risk within the CSA, including how such risk may be transmitted and how it may be identified.

The SRC also interacts directly with staff from the other HoA agencies to discuss events, trends, and policy initiatives relevant to systemic risk. This inter-agency group meets quarterly and also includes IIROC, which is the national self-regulatory organization which oversees all investment dealers and trading activity on debt and equity marketplaces in Canada. …

The HoA was established approximately ten years ago. (Since the financial crisis, the HoA has been meeting more frequently and has been playing a greater role in coordinating policy responses among federal and provincial regulators). Inter-agency staff calls on systemic risk began in 2011. The CSA established the SRC in October 2009. …

A potential systemic risk that has been identified through the inter-agency staff calls is the possible future shortage of safe assets for collateral, although neither the SRC nor the other Canadian agencies have concluded that the risk is systemic. The risk is being monitored and analyzed by the Working Group on Bi-lateral Margining and the Committee on the Global Financial System, in which the BoC participates through the CGFS.

In terms of Canadian efforts to manage and mitigate the risks that have already come to light, largely as a result of the financial crisis and the lessons we learned from it, staff from the HoA agencies have been coordinating policy initiatives more generally with regards to OTC derivatives, hedge funds, and a CCP for fixed income and repos.

With respect to OTC derivatives, an inter-agency Working Group has been set up. This Working Group was tasked with providing advice to the HoA and

> coordinating efforts to meet Canada's G-20 commitments. One recent outcome is the decision by Canadian authorities not to mandate clearing in Canada, but rather to permit clearing of standardized derivative products through globally-based CCPs provided that they comply with the Principles for Financial Market Infrastructure published by CPSS-IOSCO and that the following four safeguards identified by the Financial Stability Board (FSB) are met:
>
> 1. Fair and open access by market participants to CCPs, based on transparent and objective criteria;
>
> 2. Cooperative oversight arrangements for CCPs between relevant authorities, both domestically and internationally, that result in robust and consistently applied regulation and oversight of global CCPs;
>
> 3. Resolution and recovery regimes that aim to ensure the core functions of CCPs are maintained during times of crisis, and that consider the interests of all jurisdictions where the CCP is systemically important; and
>
> 4. Appropriate emergency liquidity arrangements for CCPs in currencies in which they clear. …
>
> The Canadian financial sector regulators began meeting regularly at the staff level in 2011 specifically to discuss systemic risk. The SRC also began holding "emerging risk" calls within the CSA to discuss emerging risks, trends, or events that may not be discussed during the SRC's regular meetings, which tend to be more operationally focused on conducting assessments and monitoring previously-identified risks. For example, during these calls, staff have discussed the recent issue of the potential shortage of safe assets for collateral as well as global initiatives on shadow banking. The outcomes of the emerging risk calls are intended to inform the SRC's regular processes, the inter-agency staff calls, and participation in meetings of IOSCO's Standing Committee on Risk and Research (SCRR).[173]

The CSR Response says the following, under the heading "General structure and processes for Regular Review of the Regulatory Perimeter (intra jurisdiction)":

> There are a number of established processes and mechanisms aimed at promoting collaboration between the various regulatory bodies in areas of shared regulatory responsibility. These processes and mechanisms may be formalized, (for e.g., through an established forum where participants meet on a regular basis), or informal (for e.g., through day-to-day communication channels whereby regulators may discuss the implications of developments in our markets and seek

[173] *Ibid* at 10-12.

to develop common approaches in response). Our response focuses on the formal processes.

The processes and mechanisms also operate both within the sphere of securities regulation (i.e., among provincial and territorial securities commissions), as well as between financial sectors (i.e., between securities, banking and insurance regulators). Our response provides examples of both.

The following established formal processes and mechanisms provide Canadian regulators with avenues to address perimeter of regulation issues:

Within the securities sector:

- The CSA have formally established about 15 Standing Committees and about 25 Policy Committees. These include, for example, committee such as the:
    - Securitization and Financial Innovation Committee;
    - Modernization of Investment Fund Product Regulation Committee;
    - CSA Systems Regulatory Review Committee;
    - Unregulated Market Service Providers Committee; and
    - Legislative and Regulatory Coordination Committee;
- The CSA committees meet on a regular basis to discuss our regulatory system and the potential impact that product innovation, market developments, and emerging trends may have on our ability to fulfill our mandate The committees also serve has forums to develop regulatory proposals (for example, whether we have struck the appropriate balance with our exempt market regime, how best to regulate new products such as Exchange Traded Funds (ETFs), or how to address issues that came to light in our securitization markets following the financial crisis.) As part of their regular discussions, these committees may identify areas where the regulatory perimeter may need to be expanded.
- Within the CSA structure, a Policy Coordination Committee (PCC) was created in order to coordinate policy responses on a national basis where warranted. The PCC is a Chairs level committee and is supported by the CSA Secretariat. It meets every two weeks to discuss, among other things, new developments and emerging trends. It will also discuss policy responses that are proposed by CSA committees (mentioned above).

- In addition, the CSA established the SRC to, among other things, develop a process to identify and analyze systemic risks in the Canadian capital markets. The Committee works with the other CSA committees to identify systemic risks, as well as with other domestic regulators or agencies (such as IIROC, the BoC, or OSFI) on common issues related to systemic risk.

- A number of securities commissions have also established internal groups that focus specifically on (a) new products and practices that may be offered or developing within their jurisdiction, or (b) identifying emerging risks. If there is an issue that an internal group identifies that has a broader impact outside of the particular jurisdiction, the issue can be raised for discussion within the PCC. Typically, in cases where a regulatory response is deemed necessary, the PCC will create a formal mandate and request that the appropriate CSA committee undertake the necessary work.

Between financial sector regulators:

- The HoA serves as a coordinating mechanism for financial system regulatory bodies. It is composed of senior representatives from the Department of Finance (Canada), BoC, OSFI, and the OSC, AMF, ASC and BCSC. The HoA is chaired by the Governor of the Bank of Canada…. This forum allows federal authorities and provincial securities regulators to exchange information and views and to coordinate actions on issues of mutual concern that cross the regulatory perimeter or that may have a broader impact than on just one Canadian financial sector. It also serves as a forum to discuss developments in international bodies and as a venue for discussions on the direction of financial system policy reforms in Canada in areas of mutual concern.

- Currently, the HoA is focused on issues related to extending the perimeter of regulation to capture and regulate OTC derivatives. This includes issues relating to regulating and overseeing clearing houses, trade repositories, and dealers among the participants of the HoA. The group meets on a quarterly basis, or more frequently if required.

- The HoA is supported by a "Sub-HoA" Committee that is composed of senior staff level representatives. The Sub-HoA also meets regularly and seeks to promote collaboration between the respective financial sector agencies that are represented on it.

- Federally, the Canadian Government has also established a formal forum called the Financial Institutions Supervisory Committee (FISC). FISC is mandated under statute to facilitate consultation and the exchange of

> information on matters relating to the supervision of financial institutions between OSFI, CDIC, the BoC, FCAC, and the Department of Finance (Canada). FISC is chaired by the Superintendent of Financial Institutions, Julie Dickson. It meets at least quarterly, and more often as needed, and has the obligation to share information regarding the condition of financial institutions under an umbrella of legislated protection of confidentiality. FISC provides the Superintendent of Financial Institutions with the benefit of the views of the other federal agencies when making supervisory decisions or dealing with problem institutions.

The mechanisms for collaboration among Canadian regulators allows for a responsive approach to monitoring and managing financial sector and stability issues as they evolve. During the period of global financial turmoil, these mechanisms proved useful for exchanging information and discussing possible coordinated responses. We also note that securities regulators have the ability to share confidential information with other financial regulatory authorities both in Canada and elsewhere. …

The processes discussed above provide forums and opportunities for collaboration among the financial sector regulatory authorities. Generally, issues relating to the perimeter of regulation are initially identified on a "qualitative" basis (i.e., as a result of our various review programs, feedback from stakeholders, applications for exemptions, consultation sessions with industry, feedback from advisory committees, or as a result of our engagement with other agencies at the international level.)

For example, the CSA standing committees tend to discuss issues that are identified via regulatory filings (e.g., registration applications, prospectuses or exemptive relief applications), inquiries by market participants, or industry consultations. In particular these discussions would focus on issues that have implications across the country and would consider the perimeter of regulation from the perspective of investor protection, fair and efficient markets, and systemic risk.

If an issue merits further examination, we seek to collect quantitative data to the extent possible in order to better understand the nature of the regulatory problem that may need to be addressed. With respect to identifying emerging risks, the systemic risk assessment process developed by the SRC initially considers the entire Canadian financial system, without regard to the regulatory perimeter. This process utilizes specific criteria to evaluate the pieces of the financial system, which have been adapted from criteria used by the Financial Stability Board (FSB), International Monetary Fund (IMF) and the Bank for International Settlement (BIS). These criteria, which are more fully described in our response to Sections 1 and 2 of this questionnaire, include factors such as size, degree of interconnectedness, and complexity. …

The CSA and HoA processes were established long before the financial crisis in 2008. Since then, they have undergone enhancements to improve their effectiveness. The various CSA Standing Committees have also been in existence for many years. The CSA Policy Committees, on the other hand, are formed at various times to work on specific projects. When the project is completed, the Policy Committees typically are wound down or, in a few cases, turned into Standing Committees. The CSA systemic risk committee was formed in 2009 and completed its first risk assessment in 2010. More recently, some CSA members have implemented new internal groups to better identify emerging trends and risks.

f. Can you provide an example of when you have co-operated to review the regulatory perimeter using any of these processes, and if any also on their outcome?

Answer: We have cooperated to review the regulatory perimeter using these processes in a variety of contexts and situations.

For example, soon after events in international credit markets led to a seizure of the non-bank sponsored portion of the asset backed commercial paper (ABCP) market in Canada, members of the CSA collectively formed an ABCP working group to address securities regulatory issues stemming from the credit market turmoil. The working group issued a number of recommendations following its review, including proposals for:

1. Implementing a regulatory framework applicable to credit rating agencies;

2. Amending our short-term debt exemption to make it unavailable for sales of asset-backed short-term debt including ABCP. This would require issuers who sell these products to do so by way of prospectus, or under another exemption;

3. Reducing reliance on the use of credit ratings in securities legislation;

4. Addressing the roles played by dealers and advisers with respect to the sale of ABCP to investors (particularly retail investors); and

5. Reviewing specific issues regarding mutual fund investments in ABCP.

In response to these recommendations, provincial governments introduced amendments to securities statutes to enable the development of a new regulatory regime for credit rating organizations. In addition the CSA adopted a

new national [sic][174] that will impose requirements on credit rating organizations wishing to have their credit ratings eligible for use in securities legislation.

By way of another example, since 2009 the BoC, the CSA, OSFI, and the Canadian Department of Finance have worked within the HoA to implement reform of Canada's OTC derivatives markets in line with the G-20 commitments, including the commitment to clear standardized OTC derivatives. Based on the work of the HoA, an agreement was reached on whether a local clearing solution for Canada should be mandated or whether we could rely on global clearing houses to clear Canadian based derivatives. On October 1, 2012, the Canadian authorities issued a news release confirming their decision to permit Canadian market participants to meet our G20 commitment by clearing OTC derivatives using any CCP recognized by Canadian authorities, including global CCPs.

Based on the work done by the HoA, the CSA is now developing the necessary rules to implement an OTC derivatives regime in Canada.

The HoA also studied the costs and benefits of mandating the creation of a local Canadian trade repository. The working group's determination was that reporting by Canadian market participants to foreign TRs would be acceptable (and a local TR would not be mandated) provided that each of the HoA members could be satisfied with their level of access to data held in the foreign TR.

Also, the HoA members studied Canada's legal infrastructure with respect to the facilitation of central clearing of OTC derivatives (including client clearing). The working group determined that certain legislative amendments would be necessary to increase legal certainty for central clearing. The federal Ministry of Finance, in collaboration with the other working group members, drafted legislative amendments. These were introduced to federal parliament as part of Bill C-45 on October 18, 2012.[175]

(d) Summary

The regulation of systemic risk in the financial sector is a multifaceted endeavor that has increasingly become the focus of SSBs. The role of securities regulation in reducing systemic risk was re-examined after the 2007/8 crisis and regulatory initiatives since then exhibit a significant sharpening of focus on systemic risk. There is no one-size-fits-all approach to implementing IOSCO's new principles related to systemic risk. The CSA uses a broad working definition of systemic risk and systemic importance that is

[174] This apparently refers to National Instrument 25-101 *Designated Rating Organizations* which came into force April 20, 2012, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/25-101/2015-05-05/2015mai05-25-101-vofficielle-en.pdf.
[175] CSR Response, *supra* note 164 at 25-9. See text accompanying and following note 318, *infra,* for a description of the amendments.

consistent with IOSCO's objectives and principles. Canadian securities regulators also work cooperatively with other financial sector regulators on various initiatives to reduce systemic risk, including the regulation of OTC derivatives markets.

The regulation of OTC derivatives markets is examined in more detail in the next section.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

3. REGULATION OF OTC DERIVATIVES MARKETS

The regulation of OTC derivatives markets is arguably the most prominent global initiative to reduce systemic risk since the 2007/8 crisis. This section examines that initiative, beginning at a high level and then proceeding to a more granular analysis of regulatory provisions implemented or proposed in Canada, and a comparison of those provisions with existing Canadian law.

This section begins with a broad overview of OTC derivatives markets and the high-level (G-20) policy decisions about how to regulate them following the 2007/8 crisis. It reviews discussion and consultation documents from 2010 about how to implement those policies in Canada, which described the regulatory objectives and mechanisms in more detail but still at a high level.

The section outlines how derivatives markets were regulated in Canada prior to implementation of the first significantly modernized legislation – Québec's *Derivatives Act* – in 2009. It then considers the recent specific proposals to regulate OTC derivatives markets in Canada dealing with: market conduct; trade repositories and reporting; central counterparty clearing; segregation and portability; registration requirements; and trading facilities. The objective is to show, in some detail, the regulatory mechanisms being employed and how those mechanisms implicate various components of the Canadian legal framework. It compares the regulatory mechanisms now being employed to reduce systemic risk in OTC derivatives markets with those historically used to reduce systemic risk in securities markets.

The comparison demonstrates that the regulatory mechanisms now being applied to OTC derivatives markets are not new, nor substantively different from existing law. The new provisions are deliberately designed to employ the same regulatory mechanisms used historically to reduce systemic risk in securities markets, and are incremental, evolutionary changes to existing law.

(a) Background

(i) What are OTC derivatives markets?

The following is from the "Background" section of the CSA 2010 Consultation Paper:

> 1.1 Derivatives
>
> Simply put, a derivative can be defined as an agreement where the price, value, delivery or payment obligation is derived from an underlying interest. Derivatives are used to transfer the financial risk that an underlying interest poses to a company, an institution or an individual to another entity that is willing to accept the risk.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

Derivative trades are executed in one of two ways: on an exchange or through bilateral negotiation, also known as over-the-counter (OTC). When traded on an exchange, such as the Montréal Exchange or ICE Futures Canada, contracts are standardized and traded anonymously through an electronic trade-matching engine. [Historically exchange traded derivatives were executed on the floor of the exchange through an open outcry auction.] The trading of derivatives on regulated exchanges did not experience any significant failures during the recent financial crisis.

Once a trade is executed on an exchange, the information relating to that trade is sent to a clearinghouse so that the trade can be cleared. Through the process of novation, the clearinghouse then inserts itself between the buyer and the seller, becoming the counterparty to each. In doing so, the central counterparty [CCP] mitigates counterparty credit risk between both original counterparties. The use of initial margin and variation margin, as well as a default fund set up by each clearinghouse, ensures that the counterparties to the trade are able to continue to meet their obligations to their clearing house counterparties. Should a clearing member nonetheless fail in meeting its obligations, the use of margin reduces the exposure of a particular position in the CCP, and the capital committed by clearing members provides additional insurance.

Trading OTC derivatives differs from trading derivatives on an exchange as transactions are negotiated bilaterally between two counterparties who each take on the credit risk associated with financial exposure to the other. All aspects of the contract are negotiable, although the OTC derivatives industry has developed highly structured master agreements with standard terms for derivative contracts. [A significant proportion of OTC derivatives transactions are documented using standard form documentation developed by the International Swaps and Derivatives Association, or ISDA … a global financial trade association with over 820 member institutions from 57 countries … [t]he ISDA Master Agreement is the umbrella agreement governing individual trade confirmations between a pair of counterparties.] While the standardized master agreement is commonly used, it is still subject to modification by the parties. The tailoring of individual contracts allows market participants to mitigate specific risks, for example entering into an interest rate swap whose payment obligations precisely match a loan obligation of the contract participant.

Regardless of how derivatives are transacted, these markets are essential to the global economy, as they facilitate the transfer and mitigation of risks that, if they were not addressed, could potentially limit a number of important economic factors including the ability of manufacturers to enter into long-term contracts or corporations to do business in multiple currencies. Parties entering into derivatives transactions for speculative purposes are necessary participants in

> the market as they provide liquidity and accept the risks of their derivatives counterparties.[176]

(ii) High-level regulatory recommendations

The high-level background to current Canadian initiatives dealing with OTC derivatives is best summarized by two papers published almost simultaneously in 2010: the Discussion Paper from the inter-agency Canadian OTC Derivatives Working Group (OTCDWG);[177] and CSA Consultation Paper 91-401 on *Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada* prepared by the CSA Derivatives Committee.[178] Both papers offer high-level recommendations, from different perspectives.

a. OTCDWG Discussion Paper

The OTCDWG's discussion paper reflects the broader perspective of an inter-agency group. The OTCDWG was formed in December 2009, chaired by the Bank of Canada, and composed of members from OSFI, the federal Department of Finance, the Ontario Securities Commission, the Autorité des marchés financiers, the Alberta Securities Commission and the Bank of Canada. The "group was tasked with providing advice and coordinating efforts to meet Canada's G-20 commitments related to OTC derivatives in a manner consistent with the continuing stability and vibrancy of the Canadian financial system."[179]

The G-20 commitments, made at the Pittsburgh summit in September 2009, were:

> All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Non-centrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements.[180]

The OTCDWG summarized the underlying objectives of the G-20 commitments and the reforms intended to implement them as follows:

[176] CSA Derivatives Committee Consultation Paper 91-401 *Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada*, November 2, 2010 (CSA 91-401), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-en.pdf.
[177] OTC Derivatives Working Group, *Reform of Over-the-Counter Derivatives Markets in Canada: Discussion Paper from the Canadian OTC Derivatives Working Group*, October 26, 2010 (OTCDWG 2010), online: http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/reform.pdf at 6-7.
[178] *Supra* note 176.
[179] OTCDWG 2010, *supra* note 177 at 2.
[180] *Ibid.*

The G-20 commitments address a number of objectives including: reduced systemic risk; market efficiency; and market integrity and investor protection. These objectives, and possible tradeoffs between them, should be taken into account in the design and implementation of OTC derivatives market reforms in Canada. In the design and implementation of these reforms, it is essential to recognize the possibility that reforms may have unintended consequences stemming from the incentives created for participants, including those related to regulatory arbitrage.

The increased use of CCPs can reduce systemic risk in the first instance by making the management of counterparty risk centralized, transparent, and uniform. It also helps to reduce total counterparty risk exposure through multilateral netting and risk mutualization. In combination, these effects reduce the ability of default shocks and uncertainty regarding exposures to cascade across the network of major market participants. A CCP would thus, in conjunction with other reforms, help ensure that the failure of an individual institution would not jeopardize systemic integrity and market confidence. But CCPs also concentrate counterparty credit risk. Given that CCPs are likely to assume a more important role in OTC derivatives markets in the future and are likely to be large, it is crucial that authorities ensure that CCPs employ strong risk controls and are subject to rigorous oversight.

Encouraging trading to move to exchanges or electronic trading platforms can increase transparency to market participants. In particular, exchange trading would enhance pre-trade and post-trade price transparency of the OTC derivatives market. Price transparency has the potential to improve market efficiency as well as levelling the playing field for market participants, thus offering greater protection to less sophisticated market participants. That said, any improved price transparency regime imposed on OTC derivatives markets would have to be designed to minimize its potential negative impact on liquidity; some forms of price transparency could impair dealers' market making ability, withdrawing liquidity from the market. A potential reduction in aggregate hedging capacity is also possible if market-making activity is shifted away from bespoke OTC contracts in favour of standardized exchange contracts.

The *establishment of trade repositories (TRs)* can reduce systemic risk and support market integrity and investor protection by improving the ability of regulators to assess financial system risks. A TR can give regulatory authorities the timely and reliable information required to assess risks on the books of market participants, identify and monitor build-up of concentration risks, support enforcement of market conduct regulation and address risky market practices. A TR can also increase transparency to the market through public reporting of data such as aggregated live positions, transaction activity, and aggregate settlement data, but they are unlikely to provide contemporaneous post-trade transparency to market participants.

Finally, *subjecting non-centrally cleared trades to higher capital requirements* can support financial system stability by applying appropriate capital charges to address both counterparty credit and market risks. It also supports stability and efficiency objectives by putting in place the incentives to standardize and centrally clear OTC derivative transactions.

In order to achieve these objectives, Canada should adopt the following principles to guide implementation of the G-20 commitments to reinforce financial stability and market integrity:

i. Canadian authorities must have the power, tools and information necessary to monitor and regulate the Canadian OTC derivatives market on an ongoing basis.

ii. OTC derivatives market reforms in Canada should seek to reduce systemic risk, as well as support market efficiency, integrity and investor protection. In pursuing these objectives, reforms should take into account the potentially distortionary implications of regulatory arbitrage.

iii. Canadian OTC derivative reform measures should aim to establish appropriate incentives for the financial system participants, within a robust regulatory framework.

iv. Canadian OTC derivatives reform measures should take into account international initiatives at the G-20 level and the input from the Canadian industry.

v. OTC derivatives infrastructure (e.g., CCPs, TRs, electronic trading venues and exchanges) should be properly governed and subject to appropriate oversight and regulation with risk-proofing consistent with up-to-date international best-practice.

vi. All OTC derivatives markets should be subject to standards for trade reporting and transparency for the purposes of enhancing market stability, efficiency, integrity, and investor protection.

vii. Canadian institutions that act as OTC derivatives dealers should adopt best practices for managing counterparty risk, operational risk, trade reporting, and transaction execution.[181]

[181] *Ibid* at 6-8. References omitted.

The OTCDWG described the importance of international coordination in achieving these objectives, saying:

> The [OTCDWG] also recognizes the importance of contributing actively to the international dialogue on reform of OTC derivatives markets, and harmonizing with international efforts on a broad range of issues where appropriate. …
>
> The fulfillment of the G-20 commitments is a public-sector initiative that will require significant engagement of the industry, and should be informed by the substance and timing of measures undertaken in other major jurisdictions. The design of reforms should be embedded in a robust regulatory framework. The reforms should take into account international initiatives at the G-20 level, and the input of Canadian market participants.[182] and
>
> These [G20] commitments are an important element of the global reform agenda considering the size (US$ 615 trillion) of the global OTC derivatives market. Canada represents approximately 2 per cent of the global market for OTC derivatives (US$12.4 trillion); moreover, a large portion of OTC derivatives activity by the six major Canadian banks occurs outside of Canada and/or with counterparties outside of Canada. These facts suggest that international coordination of reforms will be essential and that Canadian objectives will need to be reflected in international fora.[183]

The OTCDWG commented on the end-2012 target date of the G-20 commitments:

> The G-20 commitments are also critical to reinforcing the stability and resilience of derivatives markets and the financial system as a whole, and thus the timeline for their implementation is intentionally ambitious. Much ground remains to be covered, both for Canada and the international community. For example, work is underway to determine the best approach for market participants to access global CCP infrastructure. There is also ample room to further increase the transparency of OTC derivatives in Canada and abroad.[184]

Those observations were prescient. The FSB's survey at end-June 2015[185] shows that, although implementation of the G-20 Commitments is now well underway in many

[182] *Ibid* at 3.
[183] *Ibid* at 5. References omitted. See also at Annex 2, describing "key facts about OTC derivatives in Canada", including that the six largest Canadian banks account for $12 trillion of the $12.4 trillion market. *Ibid* at 23.
[184] *Ibid.*
[185] FSB, *OTC Derivatives Market Reforms: Ninth Progress Report on Implementation*, July 24, 2015, (FSB 2015 Progress Report), online: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Press-release-9th-OTC-derivatives-progress-report-24-July-2015.pdf.

countries, including Canada, it remains a work-in-progress.[186] The FSB said that "[a]uthorities continue to note a range of implementation issues"[187] and that "[i]n some cases, authorities have indicated that they are waiting for frameworks to be fully established in the largest jurisdictions before moving ahead with detailed domestic implementation, in order to design domestic regimes that can operate with those in place in large jurisdictions."[188] The OTCDWG recommendations anticipated that, saying:

> Given the changing international regulatory landscape, as well as the number of outstanding issues to be resolved, these recommendations should be viewed as directional in that they will require periodic review and refinement.[189]

The OTCDWG made high-level recommendations in five key areas of reform: i) capital incentives and standards; ii) standardization; iii) central counterparties and risk management; iv) trade repositories; and v) trading venues. The recommendations were directed at both federal and provincial regulators, reflecting the OTCDWG's "recommended strategy at this time [to] rely on both capital incentives and actions of Canadian financial-sector authorities to implement the reforms.[190] For example:

> ***Recommendations Regarding Capital Incentives and Standards***
>
> i. The Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) will develop the definitive international capital regime applied to prudentially regulated entities engaged in activities in OTC derivatives markets. New capital standards should encourage the use of standardized, centrally cleared transactions, and Canada should coordinate implementation of these standards with other jurisdictions once finalized and agreed.
>
> ii. Regulatory bodies that oversee entities not subject to BCBS capital standards that are engaged in OTC derivatives activities should take steps to apply consistent capital standards in order to ensure an even playing field.[191]

The OTCDWG's recommendations implicated all its members and were designed to be complementary. Capital incentives and standards were intended to encourage standardization of OTC derivatives. Standardization is a prerequisite to central

[186] See also the statistics compiled by the *Financial Stability Oversight Council*, 2015 Annual Report at 81-5, and BIS, *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2014*, April 2015 (BIS Statistical Release), online: http://www.bis.org/publ/otc_hy1504.htm.
[187] FSB 2015 Progress Report, *supra* note 185 at 1.
[188] *Ibid* at 20.
[189] OTCDWG 2010, *supra* note 177 at 2.
[190] *Ibid* at 3.
[191] *Ibid* at 9. Emphasis in original.

counterparty clearing and risk management, and also facilitates the migration of transactions to electronic trading platforms, which improve transparency along with trade repositories. The OTCDWG noted that the proposed BCBS capital standards are hinged on the use of CCPs that meet CPSS-IOSCO Recommendations, including a certain level of solvency protection.[192] It also considered "[h]ow will CCPs clearing Canadian products obtain effective access to extraordinary Canadian dollar liquidity from the Bank of Canada".[193]

Under "next steps" the OTCDWG said:

> Canadian prudential and market regulators must have the authority, tools and information necessary to monitor and regulate the Canadian OTC derivatives market on an ongoing basis. Activities across current federal and provincial jurisdictions should be coordinated, including potentially a new regulatory framework for OTC derivatives market participants not currently subject to regulation. The ongoing work of the CSA Derivatives Committee to develop a comprehensive framework for regulating the OTC derivatives market is particularly important in this regard.[194]

b. CSA Consultation Paper 91-401 Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada[195]

The CSA Derivatives Committee published this paper (CSA 2010 paper) one week after the OTCDWG Discussion Paper, stating that "[t]he work of the OTCDWG and the Committee is aligned both from a subject matter and timetable perspective."[196] The CSA 2010 paper, however, focused more directly on what rules might best implement the G-20 commitments because the CSA's objective was "to develop precise legislative proposals and begin the process of drafting proposed rules that will govern OTC derivatives oversight in Canada."[197]

The CSA 2010 paper canvassed then-current thinking on the costs and benefits of various proposed regulations and asked questions about alternative approaches. The immediate priority was to amend provincial securities and derivatives legislation to provide clear jurisdictional authority and rule-making powers[198] because, at the time,

[192] *Ibid* at 8.
[193] *Ibid* at 13.
[194] *Ibid* at 17-8.
[195] *Supra* note 176.
[196] *Ibid* at 9.
[197] *Ibid* at 55.
[198] *Ibid* at 56.

only Québec had such authority under its *Derivatives Act*, which came into force February 1, 2009.[199]

The CSA 2010 paper acknowledged the importance of working with the OTCDWG and the OTC derivatives industry as well as the following "international efforts":

> Several members of the [CSA Derivatives] Committee are participating in international efforts to improve the regulatory oversight of OTC derivatives markets. A variety of international efforts are ongoing, including:
>
> - IOSCO has set up several task forces that have provided reports to the technical committee and have ongoing work such as the Task Force on Unregulated Markets and Products and the Task Force on Commodities.
> - The Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) and IOSCO are jointly revising their Recommendations for Central Counterparties to include OTC derivatives, and are also proposing recommendations for Trade Repositories. These recommendations will be incorporated into a general review of the international standards for financial market infrastructures that was launched by the CPSS and the Technical Committee of IOSCO in February this year. Sub groups have been formed, and are currently aggregating the information from the three Financial Market Infrastructure (FMI) standards: Systemically Important Payment Systems (SIPS), Recommendations for Securities Settlement Systems (RSSS), and Recommendations for Central Counterparties (RCCP).
> - IOSCO is co-chairing a working group set up by the Financial Stability Board (FSB). Its goal is to identify factors that make derivatives clearable and set out policy options to support the consistency of implementation of both clearing and electronic trading requirements across jurisdictions. They are also addressing the scope for any exemptions from clearing and electronic trading requirements.[200]

The CSA 2010 paper emphasized counterparty risk, transparency risk, and systemic risk "as these are the most significant risks that can be effectively addressed through regulation".[201] It said:

> The derivatives markets allow entities to manage risk exposure by divesting risks that they did not want to retain or accepting risks that they can tolerate. Some entities that accept others' risks are utilizing the derivatives market for speculative purposes, in most cases with the expectation of profiting from their speculation. In this complex web of risk transfer, considerable risk is brought upon the financial system itself. It is important to understand not only the risks that market participants wish to transfer to another party but also the additional risks to the system these transactions can bring, both individually and in the

[199] *Derivatives Act*, CQLR c I-14.01, online: http://www.canlii.org/en/qc/laws/stat/cqlr-c-i-14.01/45986/cqlr-c-i-14.01.html.
[200] CSA 91-401, *supra* note 176 at 6-10. References omitted.
[201] *Ibid* at 15. References omitted.

aggregate. In addition, it is important to understand the risks to the system that can result from each potential regulatory solution.

2.1 Counterparty Risk

OTC derivatives contracts are predominantly bilateral by nature; each party is subject to the terms of its contract which typically only provides recourse against the other party for performance of the contract. Throughout the duration of a derivative contract, which may range from a few days to many years, counterparties build up claims against one another based on the changing value of the underlying asset from which the contract is derived or due to events defined in the contract. This results in counterparty risk (also referred to as counterparty credit risk): the risk that a party to a contract may fail to fulfil its obligations under the contract, such as its payment and delivery obligations.

Counterparty risk is exacerbated by the opaque nature of OTC derivatives markets (discussed in detail under "Transparency Risk" below). Participants may have difficulty assessing the creditworthiness of a counterparty, the extent of a counterparty's overall derivatives exposures, and accordingly such counterparty's risk of defaulting on its obligations under a derivatives contract.

Parties to an OTC derivatives trade have traditionally mitigated counterparty risk by employing various risk management techniques. The most common risk management tool for institutional derivatives trades is the posting of collateral, to cover amounts owing after bilateral netting has taken place. Parties typically enter into a credit support annex, a negotiated document that forms part of the derivative contract, to define the terms or rules under which a party must post collateral. A credit support annex is a supplementary document and entry into a credit support annex (or equivalent collateral arrangement) is voluntary.

Adequate bilateral collateralization can be effective in reducing counterparty risk. For example, there were instances during the recent crisis where bilateral collateralization mitigated some of the consequences of a default where some participants were able to net out multiple positions where a defaulting entity was the counterparty, and realize on collateral provided by that party to offset some or all of their losses. However, the recent financial turmoil has shown that the bilateral collateral management prior to the turmoil did not successfully prevent the build-up of overall risk in the derivatives market. Essentially, bilateral collateralization depends on the ability of individual parties to design risk management models that can anticipate and measure market risk, something that has become increasingly difficult given the interconnectedness and complexity of OTC derivatives markets.

2.2 Transparency Risk

Exchange-traded derivatives provide transparency in terms of price discovery and publicizing trades, whereas OTC derivatives markets are more opaque. Lack of transparency negatively affects market participants' ability to properly price positions and value the associated risk, and the ability of regulators to identify build-up of risk in the system.

Effect of lack of transparency risk on the market

Market participants may have little relevant public information to rely upon when entering into OTC derivatives trades as these transactions are generally privately negotiated. As a result, market participants do not have even the basic elements of the extensive information needed to assess the default risk of their counterparties.

As illustrated by the collapse of Bear Stearns, Lehman Brothers, and near collapse of AIG, lack of market transparency can lead to the drying up of liquidity, with market participants unwilling to trade with each other. Market participants could not determine the extent of their counterparties' exposure to these entities, resulting in uncertainty as to everyone's credit worthiness and seizure of the credit markets due to the interconnectedness of financial institutions and their contracts.

Lack of transparency also makes price discovery very difficult and affects the efficiency of establishing fair pricing, particularly where certain parties do have an information advantage. Factors such as credit ratings have, on occasion, proven to be unreliable indicators of credit quality, with increasing product complexity and market instability forcing parties to revisit credit rating organizations' methodologies and their own risk assessment models when attempting to price a transaction. Prices and spreads determined in the OTC derivatives markets may influence the calculation of price for other instruments, such as bonds.

Effect of lack of transparency on regulators

Opaque derivatives markets may also facilitate market abuse, including price manipulation, insider trading, and cornering, as these actions are difficult to detect in the absence of aggregated market data and complete audit trails.

The opacity of the OTC derivatives market also prevents regulators from being able to monitor and identify the potential build-up of risk in the market and address potential systemic risk issues before such risks can have a destabilizing effect on the overall market. During the crisis, with large multinational organizations trading various OTC derivative products in many jurisdictions, the accumulation of massive, leveraged positions in exotic, complex OTC derivatives was not apparent until these entities faced distress.

Lack of information on who is participating in OTC derivatives trading and their positions and exposures, and lack of information on the types of instruments traded and the underlying or reference entity, limits the ability of regulators to identify built-up risk in the system and take appropriate steps to manage such risk.

2.3 Systemic Risk

The risks outlined above, namely counterparty risk and transparency risk, illustrate the large potential for systemic risk in the OTC derivatives market. The interlinkages between firms participating in derivatives trading, the global nature of OTC derivatives trading, and the large number of derivatives contracts means that the default or even downgrade of one significant party can have consequences for the creditworthiness of its counterparties. This in turn can have spillover effects into other markets and into the wider economy.

> The bailout of AIG in September 2008 was an instance where counterparty risk in one derivatives market – credit default swaps – transformed into systemic risk. Another factor aggravating the potential for systemic risk is the concentration of activity and trade volume among a relatively small number of dealers and other major industry participants.
>
> The lack of transparency in derivatives markets contributes to systemic risk because:
>
> > (i) market participants cannot accurately measure their counterparties' exposures; and
> >
> > (ii) regulators cannot identify areas or markets of concentrated risk, or systemically important entities before it is too late to prevent a shock in the capital markets.
>
> In order to assess areas of systemic risk in derivatives trading, regulators and supervisory authorities must be equipped with relevant information about the OTC derivatives market and the behaviour of its most active traders.[202]

The CSA 2010 paper summarized its recommendations as follows:

> ***Clearing*** The Committee supports the increased use of CCPs to clear OTC derivatives transactions and the mandatory central clearing of OTC derivatives that are determined to be appropriate for clearing and capable of being cleared. Regulators will require rulemaking authority to compel the clearing of OTC derivatives which are not exempt. In addition, the Committee is recommending that capital requirements be adjusted to account for the risk in bilateral clearing as opposed to when the trade is cleared by a CCP and to follow best practices in terms of collateral management. These modifications will be developed in collaboration with the … OTCDWG and in consultation with the OTC derivatives industry.
>
> ***Trade Repositories*** The Committee recommends that all derivatives trades by Canadian counterparties be reported to a trade repository. This will provide regulators with appropriate access to information which is required to fulfill regulatory obligations. The trade repository need not necessarily be located within Canada, as long as regulators have appropriate access to relevant trade data.
>
> ***Electronic Trading*** The committee recognizes the benefits of organized trading, and will continue to examine whether any regulatory incentives are required to accelerate the natural evolution of trading of certain OTC derivatives to organized platforms. The Committee agrees that only those products which are capable of being traded on an organized trading platform (e.g. products which are sufficiently standardized and liquid) and pose a systemic risk to the market

[202] *Ibid* at 13-5.

should be mandated to trade on an organized trading platform. The Committee has agreed to continue to consider this issue, in defining the characteristics of those products, as international regulators continue to debate this issue.

Capital and Collateral The Committee understands the importance of imposing capital requirements on all applicable participants in the Canadian OTC derivatives market to ensure that participants have sufficient financial resources to meet ongoing financial obligations. The Committee recommends that higher capital requirements be required for non-centrally cleared derivatives. The Committee further recommends that OTC derivatives market participants subject to other satisfactory regulatory regimes be exempt from capital requirements imposed by Canadian market regulators. Finally, the Committee recommends the imposition of industry best practices in terms of collateral requirements for transactions not cleared through a CCP.

End-User Exemptions The Committee recommends establishing exemptions from the regulatory proposals outlined in this paper for defined categories of end-users. The Committee recommends that further study be done to define categories of end-users which should be permitted to use exemptions, as well as conditions end-users will need to satisfy to rely on the exemptions.

Enforcement, market abuse, surveillance

The Committee recommends that provincial regulators obtain authority to conduct surveillance on OTC derivatives markets, develop robust market conduct standards applicable to OTC derivatives trading and obtain authority to investigate and enforce against abusive practices in the OTC derivatives marketplace.

Segregation of Capital

The Committee recognizes that further analysis is required before making a recommendation regarding the segregation of capital in a Canadian context.[203]

With respect to capital requirements, the CSA 2010 Paper noted that:

Currently there are a variety of capital obligations applicable to OTC derivative activity imposed by a number of authorities. In practice, these requirements are intended to be appropriate to the business models used by the entities that are being regulated.

Banks
Banks are subject to the requirements established by the Office of the Superintendent of Financial Institutions ("OSFI"). OSFI capital requirements are consistent with the requirements set out in the Basel II Accord. Capital

[203] *Ibid* at 55-6.

requirements are established utilizing consolidated financial statements and determining the entities risk of loss from defaults, valuation changes and operational activities utilizing a value-at-risk concept.

Investment Dealers
Investment dealers are required to be members of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada ("IIROC") which establishes capital requirements with the objective of ensuring that a dealer member is able to shut down its operations in an efficient manner. IIROC has adopted a model where each member's risk adjusted capital is determined by deducting the required margin as set out in IIROC rules.

Mutual Fund Dealers
The Mutual Fund Dealers Association of Canada ("MFDA") has adopted capital requirements that are substantially similar to IIROC's. However there are two key differences. The first difference is that the MFDA's stated objective for imposing capital requirements is to ensure that its members have sufficient liquidity to allow them to carry on business. A second difference is that the minimum capital requirements are based on the member's business model and are not uniform. Firms which hold client assets, including both cash and securities, are subject to a higher minimal capital requirement than firms that do not hold client assets.

Insurance Companies and other Financial Institutions
The regulation of insurance companies and other financial institutions such as credit unions and trust companies differs from jurisdiction to jurisdiction within Canada. Some of these entities will be governed by OSFI requirements while others will be subject to provincial requirements which in many cases are similar to OSFI requirements.[204]

With respect to enforcement and the recommendation for "robust market conduct standards", the CSA 2010 paper noted that "[m]arket conduct rules already exist in the securities industry, and should be similarly applied to derivatives markets, as they have been in Québec", citing the following examples:

- Prohibitions against market abuse, manipulation and deceptive trading;
- Record keeping and audit trail requirements to enhance surveillance and examination capabilities; and
- Authority to introduce position limits and monitor compliance with such limits.[205]

[204] *Ibid* at 42-3.
[205] *Ibid* at 52.

(b) Specific provisions regulating derivatives before 2009

Before examining recent changes to the regulation of derivatives, it is useful to review, in general terms, how derivatives were regulated in Canada prior to those changes. The following surveys the situation as it existed prior to Québec's *Derivatives Act* coming into force on February 1, 2009.[206]

With respect to exchange-traded derivatives, all provinces and territories (except New Brunswick)[207] took a similar regulatory approach, which typically included:

- prohibiting trading in such derivatives in the province unless the exchange was recognized by the securities regulator;
- prohibiting trading in such derivatives on behalf of another person on an exchange located outside the province unless the exchange was recognized by the securities regulator; and
- requiring any person trading in or advising on such derivatives be registered with the securities regulator.

That approach was first implemented in Ontario by the 1979 *Commodity Futures Act*. Other provinces followed, but only Manitoba used a separate *Commodity Futures Act,* the rest relied entirely upon their *Securities Acts*. Different drafting and definitions were used[208] but the effects were substantively harmonized, and the registration and recognition requirements were analogous to those imposed with respect to securities.

[206] References are to: Securities Act, RSBC 1996, c 418, http://canlii.ca/t/jj8x retrieved on 2015-11-06; Securities Act, RSA 2000, c S-4, http://canlii.ca/t/j8gd retrieved on 2015-11-06; The Securities Act, 1988, SS 1988-89, c S-42.2, http://canlii.ca/t/h6jw retrieved on 2015-11-06; The Commodity Futures Act, CCSM c C152, http://canlii.ca/t/52966 retrieved on 2015-11-06; The Securities Act, CCSM c S50, http://canlii.ca/t/kbb0 retrieved on 2015-11-06; Commodity Futures Act, RSO 1990, c C.20, http://canlii.ca/t/j59b retrieved on 2015-11-06; Securities Act, RSO 1990, c S.5, http://canlii.ca/t/1jf5 retrieved on 2015-11-06; Securities Act, CQLR c V-1.1, http://canlii.ca/t/jh30 retrieved on 2015-11-06; Securities Act, SNB 2004, c S-5.5, http://canlii.ca/t/jsmn retrieved on 2015-11-06; Securities Act, RSNS 1989, c 418, http://canlii.ca/t/jqnc retrieved on 2015-11-06; Securities Act, RSPEI 1988, c S-3.1, http://canlii.ca/t/k5bt retrieved on 2015-11-06; Securities Act, RSNL 1990, c S-13, http://canlii.ca/t/jzv8 retrieved on 2015-11-06; Securities Act, SY 2007, c 16, http://canlii.ca/t/kkmm retrieved on 2015-11-06; Securities Act, SNWT 2008, c 10, http://canlii.ca/t/kf09 retrieved on 2015-11-06; Securities Act, SNu 2008,c 12, http://canlii.ca/t/krng retrieved on 2015-11-06.

[207] As at January 30, 2009, New Brunswick had unproclaimed amendments to its *Securities Act* dealing with "futures contracts" and "exchange contracts" (see S.N.B. 2008, c. 22, online: http://www.gnb.ca/0062/acts/BBA-2008/Chap-22.pdf) but the legislation in force contained only an anti-fraud provision and a regulation-making power with respect to derivatives (see s. 69 and s. 200(1)(iii), Securities Act, SNB 2004, c S-5.5, http://canlii.ca/t/jsmn retrieved on 2015-11-06).

[208] Ontario and Manitoba each used definitions of "commodity futures contract" and "commodity futures option" to describe exchange-traded derivatives and made corresponding amendments to exclude these from the definition of "security" in the *Securities Act*; British Columbia, Alberta and Saskatchewan each used the term "exchange contracts" which were specifically excluded from the definition of "security"; Nova Scotia, Prince Edward Island, Newfoundland and Labrador, Yukon, Northwest Territories, and Nunavut used various terms, all of which had the effect of including exchange-traded derivatives in the

OTC derivatives transactions were generally not regulated, provided the transactions involved only sophisticated parties and not retail investors. If OTC derivatives were offered to retail investors, it was generally treated as trading in securities.[209] Again, legislative techniques and definitions varied significantly, but the regulatory outcomes were substantively similar.

The definitions of "security" used in British Columbia, Alberta and Saskatchewan clearly included OTC derivatives so each province issued blanket exemptions for OTC transactions between "qualified parties".[210] Québec's *Securities Regulation* specified that "[c]ommodities futures contracts, financial futures contracts, currencies futures contracts and stock indices futures contracts are forms of investment subject to Titles V to VII and IX to XI of the Securities Act (R.S.Q., c. V-1.1), *mutatis mutandis*".[211] In Manitoba and Ontario, some OTC derivatives clearly met the definitions of "security" by virtue of being "investment contracts" but there were some questions about the extent of that application.[212]

---

definition of "security"; the Québec *Securities Act* did not use a definition of "security" but applied to "forms of investment", which included what I refer to generically as exchange-traded derivatives.

[209] See for example: *Re Yuen Chow International Group*, [1995] 22 BCSC Weekly Summary 26, online: http://www.bcsc.bc.ca/Enforcement/Decisions/Yuen_Chow_International_Group,_et_al___Decision_/; *Re Currency Specialist Ltd.*, [1995] 22 BCSC Weekly Summary 6, online: http://www.bcsc.bc.ca/Enforcement/Decisions/Currency_Specialist_Ltd_,_et_al___Decision_/; *Re Chinamax International Investment Ltd.*, [1997] 13 BCSC Weekly Summary 21, online: http://www.bcsc.bc.ca/Enforcement/Decisions/CHINAMAX_INTERNATIONAL_INVESTMENT_LTD_,_et_al___Decision_/; *Re Forex Canada NTS Inc.*, 2001 CanLII 31222 (QC CVM) online: http://www.canlii.org/fr/qc/qccvm/doc/2002/2002canlii31222/2002canlii31222.html; and *Autorité des marchés financiers c. Evolution Market Group Inc*., 2008 QCBDRMV 37, online: http://www.canlii.org/fr/qc/qcbdrvm/doc/2008/2008qcbdrvm37/2008qcbdrvm37.pdf.

[210] See: Alberta Securities Commission Blanket Order 99/06, July 29, 1999, online: http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/_394043_v1_-_OTC_Derivatives_Transactions_and_Commodity_Contracts_-_July29_1999.pdf; British Columbia Securities Commission Blanket Order 91-501, November 24, 1999, online https://www.bcsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy9/91-501_Over-The-Counter_Derivatives__BCI_/; Saskatchewan Financial Services Commission Securities Division General Order 91-907, November 26, 2009, online: http://fpse1.sfsc.gov.sk.ca/ssc/files/gro/GRO/91-907-final.pdf.

[211] *Securities Regulation*, CQLR c V-1.1, r 50, http://canlii.ca/t/hfcz retrieved on 2015-12-17, s. 1.1. Some OTC derivatives were also "investment contracts" under the Québec *Securities* Act: Autorité des marchés financiers, *Regulation of Derivatives Markets in Québec*, May 1, 2006, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/professionnels/marches-derives/2006/regulation-derivatives-markets.pdf at 2, and 31-2.

[212] See: Ontario Commodity Futures Act Advisory Committee, *Final Report*, January 2007 (Ontario Review), online: http://www.ontla.on.ca/library/repository/mon/16000/269987.pdf at 12; and OSC Staff Notice 91-702, *Offerings of Contracts for Difference and Foreign Exchange Contracts to Investors in Ontario*, (2009) 32 OSCB 9003, online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/sn_20091030_91-702_cdf.pdf, describing how certain OTC derivatives "when offered to investors in Ontario, engage the purposes of the [*Securities Act*] and constitute 'investment contracts' and 'securities' for the purposes of Ontario securities law." *Ibid* at 9005.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

In 2005, Ontario appointed an advisory committee to review its *Commodity Futures Act* and in 2006 Québec also undertook a comprehensive review of its derivatives regulation.[213] The two reviews produced generally consistent policy recommendations, including the use of a "core principles" approach to regulation similar to that used in the United States.[214]

The major difference between the two reviews involved the approach to defining OTC derivatives, with the Ontario review noting that:

- the regulatory objective was to define and regulate the "retail market" in OTC derivatives and that doing so required definitions of both the derivatives and the "retail customer";[215]

- the standard approach in many jurisdictions (and that proposed for the Québec *Derivatives Act*) was to catch all derivatives contracts by defining them broadly and then to exempt most of them;[216]

- it is impossible to define the concept of a derivative "without adopting a level of generality that renders the definition quite unhelpful";[217] and

- the standard approach had been rejected by Ontario's then Minister of Finance in 2000 when the OSC applied for approval of its proposed OTC Derivatives Rule 91-504, and had been criticized by some commenters.[218]

The Ontario review therefore suggested that more targeted definitions of "derivatives" and, if possible, "retail customer" be used to achieve the same regulatory objectives as the standard approach.[219] Although the standard approach subsequently prevailed, the Ontario review usefully highlights the definitional challenges involved in regulating derivatives and how different definitions may be used to implement the same regulatory objectives.

---

[213] Ontario Review *ibid*; Autorité des marchés financiers, *Proposed Derivatives Framework*, August 10, 2007 (Québec Review), online: https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/professionnels/marches-derives/Derives_consultation_ang_2007_08.pdf.
[214] Ontario Review, *ibid* at 16-8. Québec Review, *ibid* at 2,3; The Ontario Review also recommended that "regulation in Ontario must be compatible (although not necessarily harmonized) with other Canadian regulatory regimes and, importantly, with the regulatory regime in the United States, and, to the extent feasible, other global markets in which Ontario participants take part." *Ibid* at 40.
[215] Ontario Review, *ibid* at 40.
[216] *Ibid.*
[217] *Ibid* at 41.
[218] *Ibid* at 44. Constitutional issues were also raised, see OSC, Notice of Proposed Rule and Policy Under the Securities Act, Proposed Rule 91-504 *Over-the-Counter Derivatives* and Companion Policy 91-504CP, January 7, 2000, online: https://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_rule_20000107_91-504.jsp at "Summary of Comments Received", "Constitutional Issues".
[219] *Ibid* at 40-45.

(c) Specific provisions regulating derivatives since 2009

In addition to the 2010 Consultation Paper, the CSA has so far published seven consultation papers dealing specifically with OTC derivatives.[220] The CSA, or some of its member jurisdictions, have also published or implemented a number of provincial, multilateral or national rules dealing with OTC derivatives. The consultation papers and rules divide the regulatory initiative into complementary segments corresponding to the regulatory mechanisms being employed. The segments are described below using the following headings:

- surveillance, market conduct and enforcement;
- trade repositories;
- central counterparty clearing;[221]
- segregation and portability of customer property;
- registration;[222] and
- trading facilities.

(i) Surveillance, market conduct and enforcement

a. Regulatory objectives

In 2010 the CSA recommended that all jurisdictions impose market conduct rules upon derivatives markets similar to what Québec's *Derivatives Act* had already done.[223] The 2011 CSA Consultation Paper 91-403 *Derivatives: Surveillance and Enforcement* said:

[220] CSA Consultation Paper 91-402 *Derivatives: Trade Repositories*, June 23, 2011 online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011juin23-91-402-cons-paper-en.pdf; CSA Consultation Paper 91-403 *Derivatives: Surveillance and Enforcement*, November 25, 2011, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011nov25-91-403-cons-en.pdf; CSA Consultation Paper 91-404 *Derivatives: Segregation and Portability in OTC Derivatives Clearing*, February 10, 2012 (CSA 91-404), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012fev10-91-404-cons-en.pdf; CSA Consultation Paper 91-405 *Derivatives: End-User Exemption*, April 13, 2012, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012avril13-91-405-cons-en.pdf; CSA Consultation Paper 91-406 *Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing*, June 20, 2012, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012juin20-91-406-consultation-en.pdf; CSA Consultation Paper 91-407 *Derivatives: Registration*, April 18, 2013 (CSA 91-407), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/juin-2013/2013avril18-91-407-consultationpubl-en.pdf; CSA Consultation Paper 92-401 *Derivatives Trading Facilities*, January 29, 2015 (CSA 92-401), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/mars-2015/2015janv29-92-401-consultation-en.pdf. An eighth consultation paper, on margin requirements for uncleared trades, is expected in 2016.

[221] Including end-user exemptions.

[222] Including margin requirements for uncleared trades, which will be a distinct segment once the CSA publishes its anticipated consultation paper on this subject in 2016.

[223] CSA 91-401, *supra* note 176 at 52.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

> The opaque nature of the OTC derivatives markets has limited the ability of provincial market regulators to effectively monitor these markets and detect improper market activity and conduct. The lack of information available on parties participating in OTC derivatives trading, including their positions, exposures and types of instruments traded, has also limited the ability of provincial market regulators to identify the potential build-up of systemic risk and the ability to take steps to manage such risk. In particular, the threat of systemic risk is enhanced in these markets because provincial market regulators cannot identify risks or systemically important entities. Furthermore, the absence of harmonized robust market conduct rules has impeded the ability of provincial market regulators to take enforcement action.
>
> In order to bring about greater transparency in these markets and to combat against potential market abuse, the Committee feels that it is essential that provincial market regulators be able to monitor, detect, deter and enforce against market misconduct and conduct prudential regulation of registrants that are not otherwise prudentially regulated. As such, the Committee provides various recommendations within this paper regarding surveillance and monitoring, market conduct and enforcement, which are intended to strengthen Canada's financial markets and manage specific risks related to OTC derivatives. The recommendations are also intended to help support Canada's G20 commitments to improve OTC derivatives markets by improving transparency and protecting against market abuse.[224]

b. Comparison of regulatory mechanisms

CSA Consultation Paper 91-403 noted that, with respect to equity securities and exchange-traded derivatives markets, Canadian securities regulators already: conduct market surveillance;[225] monitor the positions of key market participants;[226] access and share data (including internationally);[227] and enforce market conduct rules (such as those imposing business conduct standards, record-keeping and audit trail requirements, and those prohibiting market manipulation, fraud, misrepresentations, abusive trading practices or insider trading).[228] Basically, CSA Consultation Paper 91-403 recommended that provincial market regulators obtain similar authority with respect to OTC derivatives markets.

[224] *Supra* note 220 at 7. Reference omitted.
[225] *Ibid* at 7-9.
[226] *Ibid* at 9.
[227] *Ibid* at 9-11.
[228] *Ibid* at 12-15.

So far, Ontario, Manitoba, Saskatchewan, New Brunswick, Alberta, and Nova Scotia have amended their respective *Securities Acts* for that purpose.[229] Those amendments generally extended the application of existing surveillance, enforcement, and market conduct provisions to OTC derivatives. Various drafting techniques were employed but the amendments generally added a new definition of "derivative" that is broad enough to capture OTC derivatives, and then inserted the phrase "or derivatives" after "securities" in existing provisions, or added new provisions dealing with "derivatives" which paralleled existing provisions referring to "securities".[230]

Some of the amendments extended existing provisions to derivatives and to the "underlying interest of a derivative", including financial benchmarks.[231] For example, the following shows the changes to a provision in the Alberta *Securities Act*, which are substantively similar to changes made by other provinces:[232]

> **93** No person or company shall, directly or indirectly, engage or participate or attempt to engage or participate in any act, practice or course of conduct relating to a security ~~or exchange contract~~, a derivative or an underlying interest of a derivative that the person or company knows or reasonably ought to know may
>
> (a) result in or contribute to
>
> (i) a false or misleading appearance of trading activity in a security ~~or an exchange contract~~, a derivative or an underlying interest of a derivative, or
>
> (ii) an artificial price for a security ~~or an exchange contract~~, a derivative or an underlying interest of a derivative,
>
> or
>
> (b) perpetrate a fraud on any person or company.

Although adapted to unique characteristics of OTC derivatives markets, the amended surveillance, market conduct and enforcement provisions implement the same

[229] There have been many amendments dealing with derivatives including the following: (Ontario) S.O. 2010 c 26, portions not yet proclaimed; (Manitoba) S.M. 2012, c 12; (Saskatchewan) S.S. 2012, c 32; S.S. 2013, c 33; and Bill 65 – *The Securities Amendment Act, 2012 (No. 2)*, Royal Assent May 15, 2013, not yet proclaimed; (New Brunswick) S.N.B. 2013, c 43; (Alberta) S.A. 2014, c 3; (Nova Scotia) SNS 2014, c 28, portions not yet proclaimed.

[230] The amendments to the Alberta *Securities Act* added almost 200 references to "derivative(s)". Compare version as at January 1, 2014 (online: http://www.canlii.org/en/ab/laws/stat/rsa-2000-c-s-4/106514/rsa-2000-c-s-4.html) with version as at January 1, 2016 (online: http://www.canlii.org/en/ab/laws/stat/rsa-2000-c-s-4/117376/rsa-2000-c-s-4.html).

[231] See: IOSCO, *Principles for Financial Benchmarks*, Final Report, July 2013 (IOSCO Benchmark Principles), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf at 1; and "Regulation of benchmarks" *infra* at 144.

[232] See: Ontario s. 126.1; Saskatchewan s. 55.1 (not yet proclaimed); New Brunswick s. 69; Nova Scotia s. 132A (not yet proclaimed). Section 151 of the Québec *Derivatives Act* is substantively similar.

regulatory objectives, and employ the same regulatory mechanisms as existing securities regulatory law.

(ii) Trade reporting

a. Regulatory objectives

The CSA 2010 Consultation Paper said that "[t]rade repositories, and the related availability and transparency of transaction data information for both regulators and the public, are arguably the most important component of OTC derivatives regulatory reform."[233] Accordingly, the first OTC derivatives provisions (effective December 31, 2013 in Québec, Ontario and Manitoba) dealt with trade reporting, and all jurisdictions have now adopted similar rules.[234]

91-506[235] and its counterparts[236] are known as the Scope Rule because it defines what derivatives are subject to the trade-reporting requirements of 91-507,[237] known as the TR Rule. The Scope Rule relies upon broad definitions of "derivative"[238] that capture all contracts traditionally considered derivatives as well as other novel contracts. The Scope Rule then excludes certain categories of derivatives from the application of the TR Rule.

The stated purpose of the TR Rule is "to improve transparency in the derivatives market and to ensure that recognized trade repositories operate in a manner that promotes the

[233] CSA 91-401, *supra* note 176 at 29.
[234] See CSA Multilateral Notice of Approval, Multilateral Instrument 91-101 *Derivatives: Product Determination* and Companion Policy 91-101CP *Derivatives: Product Determination* and Multilateral Instrument 96-101 *Trade Repositories and Derivatives Data Reporting* and Companion Policy 96-101CP *Trade Repositories and Derivatives Data Reporting*, January 22, 2016 (MI 91-101/96-101), online: http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/5218949-v1-CSA_Notice_re_MIs_91-101_and_Annexes.pdf.
[235] *Regulation 91-506 respecting derivatives determination*, CQLR c I-14-01, r 0.1(Scope Rule), online: http://www.canlii.org/en/qc/laws/regu/cqlr-c-i-14.01-r-0.1/109206/cqlr-c-i-14.01-r-0.1.html.
[236] MI 91-101/96-101, *supra* note 234; Manitoba Securities Commission Rule 91-506 *Derivatives: Product Determination*, online: http://docs.mbsecurities.ca/msc/irp/en/item/101711/index.do; and Ontario Securities Commission Rule 91-506 *Derivatives: Product Determination*, online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/rule_20150727_91-506_unofficial-consolidation-derivatives.pdf.
[237] *Regulation 91-507 respecting trade repositories and derivatives data reporting*, CQLR c I-14.01, r 1.1 (TR Rule), online: http://www.canlii.org/en/qc/laws/regu/cqlr-c-i-14.01-r-1.1/113819/cqlr-c-i-14.01-r-1.1.html. The TR Rules' counterparts are: MI 91-101/96-101, *supra* note 234; Manitoba Securities Commission Rule 91-507 (MSC 91-507), (online: http://docs.mbsecurities.ca/msc/irp/en/item/101715/index.do; and Ontario Securities Commission Rule 91-507 (online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/rule_20150727_91-507_unofficial-consolidation-derivatives-data-reporting.pdf)
[238] The definitions are sometimes in the relevant *Derivatives Act* or *Securities Act*. Six jurisdictions rely upon a definition of "derivative" in the Scope Rule: see s. 1(4) of MI 91-101/96-101, *supra* note 234.

public interest".[239] The TR Rule basically seeks to do that by requiring the counterparties to certain derivatives transactions to create data and report it to a recognized trade repository, which then makes that data available to regulators and, to a lesser extent, the public. OTC derivatives transactions are normally cross-border, so the TR rule requires that data use the "Global Legal Entity Identifier System"[240] and anticipates that recognized trade repositories may be located outside Canada.[241]

b. Comparison of regulatory mechanisms

In terms of the regulatory mechanisms being employed, the data required by the TR Rule is analogous to the trading data required of organized securities and derivatives exchanges[242] and used for the same regulatory purposes. The collection technique is new because organized exchanges naturally produce, collect and publish trading data, while OTC derivatives markets do not, so the TR Rule effectively creates both the data and the collecting entity. However, the nature of the data and the purpose of collecting it is the same as for traditional exchanges – reducing information asymmetries; improving price discovery; reducing transaction costs, increasing liquidity and improving

[239] See Notice of publication: *Regulation 91-506 respecting Derivatives Determination* and *Regulation 91-507 respecting Trade Repositories and Derivatives Data Reporting,* November 13, 2013 (Notice 91-506/7), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/91-506/2013nov14-91-506-avis-publ-en.pdf at 3. See also the description of the "substance and purpose of the TR Rule" in MI 91-101/96-101, *supra* note 234 at 2-3:

> The TR Rule has three main objectives. First, it will improve transparency in the OTC derivatives market for regulators. Derivatives data is essential for effective regulatory oversight of the OTC derivatives market, including the ability to identify and address systemic risk and market abuse. Derivatives data reported to recognized trade repositories will also support policy-making by providing regulators with information on the nature and characteristics of the Canadian OTC derivatives market.
>
> Second, the TR Rule contemplates public dissemination of certain transaction-level data to improve transparency in the OTC derivatives market for participants. Derivatives data will provide participants with information relating to the OTC derivatives market to allow them to assess their own derivatives and to value their positions. Detailed requirements for public dissemination of transaction-level data are anticipated to set out in the Proposed Amendments.
>
> Finally, the rule imposes requirements relating to the governance and operation of trade repositories. These requirements are designed to ensure that trade repositories act in a way that is consistent with the public interest.

[240] See TR Rule, *supra* note 237, at sections 1(1) and 28.

[241] All trade repositories currently recognized in Canada are based in the US: DTCC Data Repository (U.S.) LLC; ICE Trade Vault, LLC; and Chicago Mercantile Exchange Inc. See at: http://www.lautorite.qc.ca/en/trade-repositories.html.

[242] See: *Regulation 21-101 respecting marketplace operation*, CQLR c V-1.1, r 5 (NI 21-101), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2015-10-01/2015oct01-21-101-vofficielle-en.pdf at Part 11, Recordkeeping Requirements For Marketplaces.

confidence in the market.[243] Those mechanisms can be traced directly to private law arrangements and self-regulatory practices employed by stock exchanges in the 19th century, which were later incorporated into securities regulation.[244]

Similarly, the governance and operational standards imposed on a recognized trade repository by the TR Rule are analogous to the standards traditionally imposed by securities regulators on other market infrastructures. The policy statements accompanying the TR Rule[245] emphasize that the Rule's requirements should be interpreted as consistent with the principles applicable to trade repositories in the 2012 CPSS-IOSCO *Principles for financial market infrastructures* (PFMI Report).[246] The PFMI Report sets out 24 principles (PFMIs) which are broadly designed to apply to all systemically important payment systems, central securities depositories, securities settlement systems, central counterparties and trade repositories.[247] The "main public policy objectives of the [PFMIs] are to enhance safety and efficiency in payment, clearing, settlement, and recording arrangements, and more broadly, to limit systemic risk and foster transparency and financial stability."[248]

The PFMIs harmonized and, in some areas, strengthened three sets of previous international standards[249] and "incorporate additional guidance for [OTC] derivatives

[243] CSA 91-402, *supra* note 220 at 27, citing SEC Proposed Rule – *Regulation SBSR – Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information*, 75 Fed. Reg. 75208, 75-239 (Dec. 2, 2010), online: https://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63346fr.pdf at 75224:

> By reducing information asymmetries, post-trade transparency has the potential to lower transaction costs, improve confidence in the market, encourage participation by a larger number of market participants, and increase liquidity in the SBS market. The current market is opaque. Market participants, even dealers, lack an effective mechanism to learn the prices at which other market participants transact. In the absence of post-trade transparency market participants do not know whether the prices they are paying or would pay are higher or lower that what others are paying for the same SBS instruments.

[244] Spink 2010, *supra* note 62 at 11-6 (paras 22-38), and 29-30 (paras 83-5).

[245] See: *Policy Statement to Regulation 91-507 respecting trade repositories and derivatives data reporting*, October 31, 2014, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/91-507/2013-12-31/2013dec31-91-507-ig-vadmin-en.pdf at 5-6; OSC Companion Policy 91-507CP *Trade Repositories and Derivatives Data Reporting*, June 26, 2014, (2014), 37 OSCB 6069, online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/rule_20140626_91-507_derivatives-data-reporting.pdf at 6104-5; Companion Policy 91-507 CP to Manitoba Securities Commission Rule 91-507 *Trade Repositories and Derivatives Data Reporting,* online: http://docs.mbsecurities.ca/msc/irp/en/item/109552/index.do at 5-7; and MI 91-101/96-101, *supra* note 234, at 96-101CP 7-9.

[246] *Supra* note 61.

[247] "The presumption is that all CSDs, SSSs, CCPs, and TRs are systemically important, at least in the jurisdiction where they are located, typically because of their critical roles in the markets they serve." *Ibid* at 12.

[248] *Ibid* at 10-1.

[249] *Ibid* at 6, referring to: CPSS *Core Principles for systemically important payment systems*, January 2001, online: http://www.bis.org/cpmi/publ/d43.pdf; CPSS-IOSCO RSSS, *supra* note 106; and CPSS-IOSCO RCCP, *supra* note 108.

CCPs and trade repositories (TRs)".[250] Twelve of the 24 PFMIs are applicable to TRs.[251] One of these is unique to TRs[252] but the other principles applicable to TRs apply also to central securities depositories, securities settlement systems and central counterparties, and most of those principles can be traced back to previous international standards.[253] Those international standards and the regulatory mechanisms used to implement them can, again, be traced back to private-law arrangements and self-regulatory practices employed by stock exchanges in the 19th century, which were later incorporated into securities regulation.[254]

(iii) Central counterparty clearing

Three rules related to central counterparty clearing are under development or have been recently implemented:

- proposed NI 94-101 *Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives* (Clearing Rule);[255]
- NI 24-102 *Clearing Agency Requirements*;[256] and
- proposed NI 94-102 *Derivatives: Customer Clearing and Protection of Customer Collateral and Positions* (Customer Clearing Rule).[257]

[250] PFMI Report 2012, *supra* note 61 at 5.
[251] *Ibid* at Table 1, 14.
[252] Principle 24 which says: "A TR should provide timely and accurate data to relevant authorities and the public in line with their respective needs." *Ibid* at 124-5.
[253] *Ibid* at Annex B, 140.
[254] Spink 2010, *supra* note 62 at 11-6 (paras 22-38), and 29-30 (paras 82-5).
[255] CSA Notice and Request for Comment Proposed National Instrument 94-101 *Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives* and Proposed Companion Policy 94-101CP *Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives*, February 12, 2015 (Clearing Rule), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-101/2015-02-12/2015fev12-94-101-avis-cons-en.pdf.
[256] See Notice of Publication, *Regulation 24-102 respecting Clearing Agency Requirements* and *Policy Statement to Regulation 24-102 respecting Clearing Agency Requirements*, December 3, 2015 (NI 24-102) at: http://www.lautorite.qc.ca/en/press-releases-2015-autre.html_2015_canadian-securities-regulators-publish-new-requirements-for-clearing-agencies03-12-2015-00-0.html. Since these are substantively identical to the materials titled "National Instrument" and "Companion Policy" in other Canadian jurisdictions, I refer to them as NI 24-102 and 24-102CP. The Notice indicates that, subject to obtaining all necessary approvals, most provisions of NI 24-102 will come into force on February 17, 2016.
[257] CSA Notice and Request for Comment, Draft *Regulation 94-102 respecting Derivatives: Customer Clearing and Protection of Customer Collateral and Positions*, Draft *Policy Statement to Regulation 94-102 respecting Derivatives: Customer Clearing and Protection of Customer Collateral and Positions* January 21, 2016 (Customer Clearing Rule), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-102/2016-01-21/2016jan21-94-102-avis-cons-en.pdf (Notice); http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-102/2016-01-21/2016jan21-94-102-cons-en.pdf (NI 94-102); http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-102/2016-01-

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

All three rules seek to implement the same regulatory objectives and principles, with each rule playing a different, complementary role.

a. The Clearing Rule

I. Regulatory objectives

The Clearing Rule is not yet final but it is nearing implementation. Its "substance and purpose" are described as follows:

> The purpose of the Clearing Rule is to propose mandatory central counterparty clearing of certain standardized over-the-counter (OTC) derivatives transactions, in order to improve transparency in the derivatives market and enhance the overall mitigation of systemic risk.
>
> The Clearing Rule is divided into two rule-making areas: (i) rules relating to mandatory central counterparty clearing for certain derivatives (including proposed end-user and intragroup exemptions), and (ii) rules relating to the determination of derivatives subject to mandatory central counterparty clearing….[258]

The Clearing Rule performs a function similar to the Scope Rule in that it simply determines what transactions must be centrally cleared. The CSA is working with OTC derivatives regulators from other countries to "harmonize the determination process in Canada with the relevant international standards".[259] Scope is important but the regulatory objectives of the Clearing Rule can only be seen by examining the purpose of the clearing function.

Clearing practices are complex but the fundamental objective of clearing is simple – to make people perform their contracts. Nosal & Steigerwald (2010) provide an excellent summary description of the clearing function, describing it as "a set of institutions, relationships and processes that are specifically designed to support performance of

---

21/2016jan21-94-102-ig-cons-en.pdf (94-102 CP). All annexes version online: http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/5218744-v1-NI_94-102_CSA_Notice_all_Annexes.PDF.

[258] Clearing Rule, *supra* note 255 at 2.

[259] *Ibid* at 3:

> The Committee is contributing to the work carried out by the OTC Derivative Regulators Group (ODRG), which is composed of executives and senior representatives from OTC derivatives regulators in Australia, Brazil, Ontario, Québec, the European Union, Hong Kong, Japan, Singapore, Switzerland and the United States. The Committee's goal is to harmonize the determination process in Canada with the relevant international standards on clearing determinations, which provide for: 1) a framework for consultation among authorities on mandatory clearing determinations, and 2) where practicable, an expeditious review of derivatives that are subject to a mandatory clearing determination in another jurisdiction.

Footnote omitted, referring to IOSCO Technical Committee, *Requirements for Mandatory Clearing*, February 2012, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD374.pdf.

contracts, which are effectively promises"[260] and noting that "[i]n the absence of clearing, contractual performance of many financial products would be severely impaired and, as a result, society would have to resort to less efficient means of exchange."[261]

II. Comparison of regulatory mechanisms

The concept of clearing can be traced back centuries to the role of intermediaries in improving the efficiency of markets by reducing the enforcement costs of contracts.[262] By the 19th century, quite sophisticated clearing systems had evolved using private law arrangements and self-regulatory practices by stock exchanges.[263] The same regulatory mechanisms are being used today, and are being extended to apply to OTC derivatives markets, as described in more detail below.

b. NI 24-102 Clearing Agency Requirements[264]

I. Regulatory objectives

NI 24-102 applies to "clearing agencies" which include: central securities depositories; securities settlement systems; and central counterparties serving either or both the securities and derivatives markets. The main purpose of NI 24-102 "is to implement the [2012 CPSS-IOSCO PFMIs] as clearing agency rule requirements in Canada."[265] "Implementation of the international standards is intended to enhance the safety and efficiency of clearing agencies, limit systemic risk, and foster financial stability."[266]

NI 24-102 includes specific requirements for becoming and remaining a "recognized clearing agency".[267] It also implements the PFMIs using what it describes as "a flexible and principles-based approach to regulation".[268] NI 24-102 basically incorporates the PFMIs and applicable key considerations by defining them as "PFMI Principles" and requiring that a "recognized clearing agency must establish, implement and maintain

[260] E. Nosal & R. Steigerwald, "What is clearing and why is it important?" 278 Chicago Fed Letter, September 2010, online: https://www.chicagofed.org/~/media/publications/chicago-fed-letter/2010/cflseptember2010-278-pdf.pdf.
[261] *Ibid.*
[262] Spink 2010, *supra* note 62 at 12-6 (paras 24-39), and 29-30 (paras 82-5).
[263] *Ibid.*
[264] *Supra* note 256.
[265] *Ibid* at 3-4.
[266] *Ibid* at 1.
[267] *Ibid* at Parts 2 and 4. Part 2 addresses "Clearing Agency Recognition or Exemption from Recognition". Part 4 addresses "Other Requirements of Recognized Clearing Agencies" including: "Governance"; "Default management"; "Operational risk"; "Participation requirements"; "Books and Records"; and "Legal Entity Identifier".
[268] *Ibid*, 24-102CP, section 3.0(2).

rules, procedures, policies or operations designed to ensure that it meets or exceeds" the applicable PFMI Principles.[269]

NI 24-102 does not apply to payment systems. Payment systems are regulated by the Bank of Canada pursuant to the *Payment Clearing and Settlement Act* (PCSA).[270] As described above,[271] the PCSA enables the Bank of Canada to designate a clearing and settlement system as subject to Part 4 of the PCSA. The Bank of Canada has so designated systems operated by the Canadian Depository for Securities Limited and the Canadian Derivatives Clearing Corporation, [272] which are also recognized as clearing agencies by members of the CSA.

The jurisdictional boundary between the PCSA and provincial securities regulation was addressed carefully in 1995,[273] and has proven workable. Cooperative arrangements among the regulators were formalized by a Memorandum of Understanding dated

[269] *Ibid* at section 3.1. NI 24-102 does not apply to trade repositories or payment systems, so Part 3 does not adopt the PFMI Principles relevant only to those entities. See 24-102CP, section 3.0, n. 12.
[270] *Supra* note 82.
[271] See text following note 82, supra,
[272] The Debt Clearing Service operated by The Canadian Depository for Securities Ltd. was designated under the PCSA early in 1998 (Bank of Canada, *Annual Report 1997*, online: http://www.bankofcanada.ca/2008/01/annual-report-2007/ at 66). The Debt Clearing Service was superseded by the CDSX system operated by The Canadian Depository for Securities Ltd. which was designated under the PCSA in March 2003 (Bank of Canada, *Annual Report 2003,* online: http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/04/bankreport_2003.pdf at 37). The Canadian Derivatives Clearing Service operated by the Canadian Derivatives Clearing Corporation was designated under the PCSA effective April 30, 2012 (Bank of Canada, *Annual Report 2012*, online: http://www.bankofcanada.ca/2013/04/annual-report-2012/ at 27).
[273] Bill 100 was criticized for infringing on provincial jurisdiction over securities regulation. See: House of Commons Standing Committee on Finance, 35th Parl, 1st Sess, *Evidence* (15 August 1995), *supra* note 79 at 0930-1005, 1040-5, 1115-30, and 1222-55; *House of Commons Debates*, 35th Parl, 1st Sess, No 264 (24 November 1995), online: http://www.parl.gc.ca/HousePublications/Publication.aspx?DocId=2332523 at 16763-70, 16787-90, and 16792-3; *House of Commons Debates*, 35th Parl, 1st Sess, No 265 (27 November 1995), online: http://www.parl.gc.ca/HousePublications/Publication.aspx?DocId=2332524&Language=E&Mode=1 at 16819-21, and 16824-6; and *House of Commons Debates*, 35th Parl, 2nd Sess, No 27 (17 April 1996), online: http://www.parl.gc.ca/HousePublications/Publication.aspx?DocId=2332566&Language=E&Mode=1 at 1594-99, 1602-5, and 1607-9. At 3rd reading, it was noted that:

> [I]n committee the government moved amendments to further clarify that the powers of the Bank of Canada with respect to systemic risk do not infringe on traditional areas of concern to provincial regulators about the health of individual securities firms.
>
> Specifically, the bill [PCSA s. 6(3)] now provides greater certainty that the governor may not issue directives in respect of matters directly related to the participation of securities firms or other individual participants in the clearing and settlement system. This includes the corporate governance of the participant, its relations with its customers, capital adequacy or the management of its investments. *Ibid* at 1595-6.

March 19, 2014.[274] Companion Policy 24-102 includes "Joint Supplementary Guidance" developed by the CSA and the Bank of Canada "intended to provide additional clarity on certain PFMI Principles within the Canadian context. …directed at recognized *domestic* clearing agencies that are also overseen as systemically important clearing and settlement systems by the Bank of Canada".[275]

II. Comparison of regulatory mechanisms

Most of the 23 PFMI Principles implemented by NI 24-102 are not new[276] but are consolidated, harmonized and, in some cases, strengthened[277] versions of previous CPSS-IOSCO recommendations for central securities depositories, securities settlement systems and central counterparties.[278] Because the previous recommendations had already been implemented to a high degree in Canada,[279] implementing the harmonized/strengthened versions has been an evolutionary process involving incremental changes to existing rules applying the same mechanisms.[280]

That process has been relatively straightforward. The consultation material previously published with the proposed version of NI 24-102 referred to only one issue arising from

[274] See: *Memorandum of Understanding Respecting the Oversight of Certain Clearing and Settlement Systems,* among the: Bank of Canada; Ontario Securities Commission; Autorité des marchés financiers; and British Columbia Securities Commission; at: http://www.bankofcanada.ca/2014/04/notice-memorandum-understanding/. See also: News Release "Canadian Securities Regulators Adopt Cooperative Oversight Model for Clearing Agencies and Trade Repositories", December 3, 2015 at: http://lautorite.qc.ca/en/press-releases-2015-pro.html_2015_csa-mou-trade-repositories.html, announcing the *Memorandum of Understanding Respecting the Oversight of Clearing Agencies, Trade Repositories and Matching Service Utilities*, among the: Alberta Securities Commission; Autorité des marchés financiers; British Columbia Securities Commission; Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan; Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick); Manitoba Securities Commission; Nova Scotia Securities Commission; and Ontario Securities Commission.

[275] NI 24-102, *supra* note 256 at 5-6. Emphasis in original.

[276] Only three of the PFMIs are completely new: Principle 15 – General business risk; Principle 19 – Tiered participation arrangements; and Principle 24 – Disclosure of market data by trade repositories (which is not applicable to clearing agencies). See PFMI Report 2012, *supra* note 61, at 14 and at Annex B, 140.

[277] *Ibid* at 5.

[278] *Ibid* at 6, referring to: CPSS-IOSCO RSSS, *supra* note 106; CPSS-IOSCO RCCP, *supra* note 108; and CPSS *Core Principles for systemically important payment systems*, *supra* note 278.

[279] For example, see the Application for Recognition and Designation by The Canadian Depository For Securities Limited, March 10, 2005 at: https://www.osc.gov.on.ca/en/22435.htm, and the OSC Recognition and Designation Order regarding, July 12, 2005 at: http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ord_20050722_223_thecanadiandeposit.htm, which imposes requirements traceable directly to the CPSS-IOSCO RSSS (*supra* note 106) and CPSS-IOSCO RCCP (*supra* note 108). See also Spink 2010, *supra* note 62 at 16 (paras 38-9), referring to the 2008 IMF assessment of Canada's implementation of the CPSS-IOSCO RSSS.

[280] Since 2012, the recognition orders applicable to Canadian clearing agencies have required observance of the PFMIs as soon as possible. See CPMI-IOSCO, *Implementation monitoring of PFMIs: Second update to Level 1 assessment report*, June 2015, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD489.pdf at Annex B, 14.

the implementation of the strengthened PFMI Principles.[281] Only a few issues have arisen with respect to some of the new aspects of the Principles, causing the CSA, together with the Bank of Canada, to decide to defer implementation until December 31, 2016. Two such issues can be mentioned briefly:

- PFMI Principles 3 and 15 require clearing agencies to have recovery or orderly wind-down plans. Implementation was deferred because additional guidance on these principles was published in 2014[282] and the CSA and Bank of Canada subsequently developed Joint Supplementary Guidance on these principles, which was published for comment together with NI 24-102 in December 2015.[283]

- PFMI Principle 19 requires clearing agencies to identify, monitor and manage the material risks to the clearing agency arising from any tiered participation arrangements (when indirect participants access clearing agency services through direct participants of the clearing agency). Implementation was deferred because the information currently available to clearing agencies is not sufficiently granular to identify such risks and "significant work" will be required to obtain such information,[284] so the CSA and Bank of Canada are continuing to assess "policy considerations in respect of tiered participation arrangements".[285]

Although it is unclear exactly how these aspects of the principles will be implemented, implementation would appear to involve incremental, evolutionary changes to existing law applying the same regulatory mechanisms.[286] Those mechanisms are essentially

[281] Standard 17 - Operational risk, requires a recognized clearing agency to have a business continuity plan designed to ensure that operations can resume within two hours of disruptive events; the CSA noted concerns that the two-hour timeframe appears arbitrary but proposed to implement the requirement without change. See CSA Notice and Request for Comment on Proposed National Instrument 24-102 *Clearing Agency Requirements*, November 27, 2014 (Proposed NI 24-102), online: http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/4999903-v1-CSA_Notice_NI_24-102.PDF at 9-10. The former-highest international standard said: "Several key jurisdictions regard two hours as the time by which critical system should recommence operations. But depending upon the nature of problems, the recovery time may take longer." CPSS-IOSCO RSSS, *supra* note 106 at 34.
[282] CPMI-IOSCO, *Recovery of financial market infrastructures*, October 2014, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD455.pdf.
[283] NI 24-102, *supra* note 256 at 9, and 15-6.
[284] Proposed NI 24-102, *supra* note 281 at 10.
[285] NI 24-102, *supra* note 256 at 9 and 13.
[286] Both issues would appear to involve the extension of existing mechanisms used to manage risk. See for example the proposed "Joint Supplementary Guidance – Recovery Plans" in Amendments to *Policy Statement to Regulation 24-102 Respecting Clearing Agency Requirements*, *ibid*, which says (at 1):

> Recovery planning is not intended as a substitute for robust day-to-day risk management. Rather, it serves to extend and strengthen an FMI's risk-management framework, enhancing the resilience of the FMI and bolstering confidence in the FMI's ability to function effectively even under extreme but plausible market conditions and operating environments.

the same as those used by stock exchanges in the 1800's: limiting participation to creditworthy members; setting limits on participant's exposure; requiring participants to post collateral to cover exposures; and default procedures.[287] A more detailed illustration of this is the implementation of PFMI Principle 14: Segregation and portability, discussed below.

(iv) Segregation and portability of customer property

a. Regulatory objectives

PFMI Principle 14 requires that "[a] CCP should have rules and procedures that enable the segregation and portability of positions of a participant's customers and the collateral provided to the CCP with respect to those positions."[288] Segregation refers to a method of protecting customer collateral and contractual positions by holding or accounting for them separately.[289] Portability refers to the operational aspects of the transfer of contractual positions, fund, or securities from one party to another party.[290]

The primary regulatory objective is to protect client assets that are held or controlled by an intermediary, especially against the risk of loss due to the intermediary's insolvency,[291] "to enhance investor protection and public confidence in financial markets".[292] Another objective is to enable a failing dealer to be liquidated without a legal proceeding by facilitating the transfer of customer accounts to another firm, thereby avoiding costs and delays.[293] Segregation requirements complement other rules requiring dealers and other intermediaries to maintain adequate liquid assets and to keep accurate records, which support the same regulatory objectives.[294]

The special importance of portability in the context of exchange-traded derivatives has been recognized since the 1970s. In 1978, new provisions were added to the US Bankruptcy Code to address "the unique problems raised by commodity broker bankruptcies", which reflected "two paramount legislative objectives: to protect monies

Another key regulatory mechanism is the disclosure of recovery and orderly wind-down plans to participants and stakeholders: *ibid* at 7. See also the discussions of risk management and orderly wind-down in IOSCO OPSR 1998, *supra* note 53, at 7-8, 33-8, and 47-9).

[287] Spink 2010, *supra* note 62 at 29-30 (paras 83-5).

[288] PFMI Report 2012, *supra* note 61, at 82.

[289] *Ibid.*

[290] *Ibid.*

[291] *Ibid.*

[292] IOSCO Technical Committee, *Client Asset Protection*, August 1996, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf at 7.

[293] M.P. Jamroz, "The Customer Protection Rule", (2002) 57 The Business Lawyer 1069 (Jstor) at 1069-74, referring to the SEC rule: 17 C.F.R, §240.15c3-3 (2001).

[294] *Ibid.* Jamroz observes at 1074 that "provisions in the rule designed to promote operational efficiency are commingled with those that deal with satisfying liquidation claims".

of customers deposited with insolvent commodity brokers and to prevent the potential chain reaction or 'domino' effects of a commodity broker failure."[295] The new provisions complemented the segregation requirements imposed by the Commodity Futures Trading Commission under the US *Commodity Exchange Act* by giving customer claims the highest priority against the bankrupt's estate. They were also "designed to impose upon the bankruptcy trustee the duty to endeavor to transfer to another commodity broker or brokers open customer commodity contracts and supporting margin in order 'to insure that producers who have hedged their production in the commodities market are allowed the opportunity to preserve their positions.'"[296]

Portability was viewed as being crucial to market stability due to a significant difference between securities markets and commodity markets:

> [B]ecause the securities market is "well established, fluid and generally 'thick,'" the trustee of a bankrupt stock broker "could reject contractual commitments with little impact on the market."" By contrast, in the comparatively "thin" commodity markets, "a similar power in the trustee of an insolvent commodity broker could result in a ripple effect disrupting the entire market."[297]

OTC derivatives markets are similar to commodity markets in this respect. PFMI 14 extends segregation and portability requirements to OTC derivatives markets in response to problems experienced during the 2007/8 crisis associated with the bankruptcy of a large counterparty, Lehman Brothers, described as follows:

> The claims of Lehman's customers, including those open OTC derivatives positions in which Lehman owed them money, were frozen. The lack of adequate segregation of the customers' assets from the Lehman estate and the inability to move the outstanding obligations to other dealers—which we refer to as the lack of portability—created large problems for Lehman's counterparties. Often Lehman's clients were in the position that one side of a trade executed with Lehman was frozen, but the offsetting side remained open and exposed to volatile financial markets. This asymmetry contributed to the sharp increase in market volatility, the dramatic reduction in market liquidity, and the impairment in market function following the Lehman failure. Fear that this could happen again if

[295] A.M. Corcoran and S.C. Ervin, "Maintenance Of Market Strategies In Futures Broker Insolvencies: Futures Position Transfers From Troubled Firms", (1987) 44 Washington and Lee Law Review 849, online: http://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2809&context=wlulr at 871, citing S. Rep. No. 989, 95th Cong., 2d Sess. 7-8 (1978).
[296] *Ibid,* citing S. Rep. No. 989, 95th Cong., 2d Sess. at 107 (1978).
[297] *Ibid* at 877, references omitted, citing S. Rep. No. 989, 95th Cong., 2d Sess. at 8 (1978), and H.R. Rep. No. 595, 95th Cong., 2d Sess. 271-2 (1978).

> another firm failed, encouraged flight from other dealers perceived by market participants to be relatively weak that might have large potential exposures.[298]

b. Comparison of regulatory mechanisms

Although some aspects of PFMI Principle 14 are new, it is built upon previous standards[299] that can be traced back to the obligations imposed upon stock brokers by trust and property law in the 19th century, which were subsequently incorporated into stock exchange rules and securities regulation.[300] The regulatory mechanisms are essentially unchanged.[301]

Implementing segregation and portability arrangements is complex because the arrangements must be supported by various components of the legal framework. The PFMI Report said:

> In order to achieve fully the benefits of segregation and portability, the legal framework applicable to the CCP should support its arrangements to protect and transfer the positions and collateral of a participant's customers. [footnote: For example, portability arrangements could be undermined if applicable insolvency laws do not protect the transfer of customer positions and collateral from avoidance ("clawback") by the participant's insolvency officer….] The legal framework will influence how the segregation and portability arrangements are designed and what benefits can be achieved. The relevant legal framework will vary depending upon many factors, including the participant's legal form of organisation, the manner in which collateral is provided (for example, security interest, title transfer, or full ownership right), and the types of assets (for

[298] W.C. Dudley (President CEO, Federal Reserve Bank of New York), "Reforming the OTC Derivatives Market", March 22, 2012, online: https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2012/dud120322. Mr. Dudley was co-chair of Steering Group of the CPSS-IOSCO review that produced the 2012 PFMI Report 2012, *supra* note 61.

[299] See: CPSS-IOSCO RSSS, *supra* note 106 at Recommendation 12, 18-9 and 31; CPSS-IOSCO RCCP, *supra* note 108 at Recommendation 7, 31-2; and generally IOSCO, *Client Asset Protection*, *supra* note 292.

[300] See: J.R. Dos Passos, *A Treatise on the Law Of Stock-Brokers and Stock-Exchanges* (New York: Harper & Bros., 1882) at: https://books.google.ca/books?id=2x_ZAAAAMAAJ&printsec=frontcover&source=gbs_v2_summary_r&hl=en#v=onepage&q&f=false at 102, and 108; G. Glenn, "The Rights of the Defrauded Customer of an Insolvent Broker" (1912), 12 Columbia Law Review 422 at 425 (Jstor); L. Loss, *Securities Regulation*, 2nd Ed., (Boston, Toronto: Little, Brown and Company, 1961) Vol. II at 1187-8 (describing how stock exchange rules had "for some years" required physical segregation of customers' fully paid or excess margin securities); and *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations* (NI 31-103), online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/31-103/2015-07-15/2015juil15-31-103-vofficielle-en.pdf at sections 14.6 – 14.9.

[301] See Loss, *ibid*, Vol II at 1184-58, describing a proposal first advanced in 1932 for a "central trust institution" that would hold client assets in segregation, and also operate as clearing agency and central counterparty.

> example, cash or securities) provided as collateral. Therefore, it is not possible to design a single model appropriate for all CCPs across all jurisdictions. However, a CCP should structure its segregation and portability arrangements (including applicable rules) in a manner that protects the interests of a participant's customers and achieves a high degree of legal certainty under applicable law. A CCP should also consider potential conflict of laws when designing its arrangements. In particular, the CCP's rules and procedures that set out its segregation and portability arrangements should avoid any potential conflict with applicable legal or regulatory requirements.[302]

In the consultations leading up to NI 24-102, the CSA expressed concerns that a prescriptive CCP-level segregation and portability model may have "unintended consequences for existing customer protection frameworks" and suggested that the existing Canadian regime for CCPs serving cash markets already satisfies Principle 14 as an "alternate approach".[303] That view was supported by commenters, and is therefore reflected in the final version of NI 24-102.[304] The use of this "alternative approach" illustrates how the implementation of the PFMI Principles varies according to each jurisdiction's legal framework, and how various regulatory mechanisms may be used to implement the same regulatory objectives. Moreover, it shows how existing regulatory mechanisms are used to implement modernized or enhanced regulatory objectives.

A more detailed example of this is proposed NI 94-102 *Derivatives: Customer Clearing and Protection of Customer Collateral and Positions* (Customer Clearing Rule)[305] described below.

c. The Customer Clearing Rule

I. Regulatory objectives

The proposed Customer Clearing Rule seeks to implement PFMI Principle 14 in one particular context involving a segment of the OTC derivatives market. Its "substance and purpose" are described as follows:

> Canadian and international initiatives promoting the clearing of over-the-counter (OTC) derivative transactions will cause certain market participants, who are not clearing members at a derivatives clearing agency, to clear their OTC derivatives transactions indirectly through market participants that are clearing members or otherwise provide clearing services. The purpose of the Regulation is to ensure that customer clearing is carried out in a manner that protects customer collateral

[302] PFMI Report 2012, *supra* note 61, at 83. Reference edited.
[303] Proposed NI 24-102, *supra* note 281 at 7-8.
[304] NI 24-102, *supra* note 256 at section 3.3.
[305] Customer Clearing Rule, *supra* note 257.

> and positions and improves derivatives clearing agencies' resilience to a clearing member default. …
>
> The Regulation contains requirements for the treatment of customer collateral by clearing intermediaries and derivatives clearing agencies, including requirements relating to the segregation and use of customer collateral. These requirements are intended to ensure that customer collateral is protected, particularly in the case of financial difficulties of a clearing intermediary. The Regulation includes detailed record-keeping, reporting and disclosure requirements intended to ensure that customer collateral and positions are readily identifiable. The Regulation also contains requirements relating to the transfer or porting of customer collateral and positions intended to ensure that, in the event of default or insolvency of a clearing intermediary, customer collateral and positions can be transferred to one or more non-defaulting clearing intermediaries without having to liquidate and re-establish the positions.[306]

The "benefits" of the Customer Clearing Rule are described as follows:

> The two major benefits of the Proposed Regulation are the reduction of systemic risk and the protection of customers and their assets when they indirectly clear OTC derivatives through clearing agencies.
>
> ***(i) Mitigation of Systemic Risk***
>
> The G20 has agreed that requiring standardized and sufficiently liquid OTC derivatives transactions to be cleared through central counterparties will result in more effective management of counterparty credit risk. In addition, the clearing of derivatives may also contribute to greater stability of our financial markets and to a reduction in systemic risk.
>
> The Proposed Regulation is designed to create a framework for customer clearing that promotes stability of the OTC derivatives market by facilitating, to the greatest extent possible, the porting of customer positions and collateral. Portability of customer positions and related collateral is a key mechanism to ensure that in the event of a clearing intermediary default or insolvency, customer positions are not terminated and customer positions and collateral can be transferred to one or more non-defaulting clearing intermediaries without having to liquidate and re-establish a customer's positions. Portability can mitigate difficulties associated with stressed market conditions such as a market-wide reduction in liquidity and price dislocation, allow customers to maintain continuous clearing access and generally promotes efficient financial markets.
>
> ***(ii) Customer Protection***
>
> The Proposed Regulation is aimed at significantly reducing the likelihood that customers will suffer major financial losses in the event of a clearing service provider's insolvency.

[306] *Ibid* at 2 (Notice).

> In general, customer clearing offers risk mitigation benefits to customers. However, if a robust customer protection regime is not in effect, there can be risks in the indirect of a range of negative potential consequences, that could occur in the event of a clearing intermediary's insolvency, including:
>
> • forced liquidation of positions;
>
> • loss or inaccessibility of collateral;
>
> • loss of hedge positions necessitating re-entry into the market at time of stress to re-establish positions; and
>
> • market uncertainty.
>
> The Proposed Regulation mitigates many of these risks to customers by establishing robust collateral and record keeping requirements. It requires customer positions to be fully collateralized at the regulated clearing agency and obligates the regulated clearing agency and clearing intermediaries to keep records that identify customers and their positions in order to facilitate porting.[307]

Another stated objective of the Customer Clearing Rule is to address "market access issues" described as follows:

> Currently, OTC derivative clearing infrastructure and service providers are largely concentrated outside of Canada with the main clearing agencies and clearing intermediaries located in the United States and the European Union. Given the small size of the Canadian market there is a risk that the costs of analysing and complying with the Proposed Regulation may result in some market participants choosing not to offer customer clearing in Canada which may limit Canadian customers' access to OTC derivative clearing services. However, as described above, the [CSA OTC Derivatives] Committee is proposing substituted compliance for equivalently regulated foreign institutions and this could significantly reduce compliance costs associated with the Proposed Regulation.[308]

II. Comparison of regulatory mechanisms

The Customer Clearing Rule is perhaps the clearest illustration of how the OTC derivatives provisions deliberately extend traditional securities regulatory mechanisms into OTC derivatives markets, because it is the most granular description of how segregation and portability rules are being applied to OTC derivatives markets. It is apparent that the Customer Clearing rule uses the same regulatory mechanisms used

[307] *Ibid* at 6-7 (Notice).
[308] *Ibid* at 8.

to regulate securities transactions involving intermediaries and clearing agencies, which can be traced back to the 19th century.[309] As I described them in 2010:

> These regulatory mechanisms protect investors by imposing property, trust and fiduciary obligations on securities intermediaries with respect to securities trading. They basically regulate the risks that intermediaries might pose to investors through insolvency, dishonesty or incompetence, all of which relate directly to the property being held or traded through the intermediary.[310]

Securities regulation fundamentally consists of regulating the contractual, property and civil rights of persons involved in transactions.[311] Functionally, securities regulation may be seen as a subset of property law because the property rules imposed by regulation are designed to satisfy the essential conditions for efficient markets, including the regulation of intermediaries and the contracts used in markets.[312]

The Customer Clearing Rule regulates the contractual, property and civil rights of parties to OTC derivatives transactions using the same techniques used in securities transactions. Securities are fundamentally property and OTC derivatives are fundamentally contractual, but the collateralization and central clearing of derivatives

[309] See Spink 2010, *supra* note 62 describing: how statutory securities regulation evolved from self-regulation (at 8-12, paras 12-23); the role of intermediaries in market efficiency and risk control (at 12-4, paras 24-32); risk control in securities clearing and settlement system (at 14-6, paras 32-9); how the regulatory mechanisms operate in the context of conventional securities (27-9, paras 75-83); and then-current proposals to extend the application of those mechanisms to OTC derivatives markets (29-30, para 85).

[310] *Ibid* at para 76. Footnote omitted.

[311] *Ibid* at para 2(b),

[312] *Ibid* at para 41, citing T. Frankel, "Essay: The Legal Infrastructure of Markets: The Role of Contract and Property Law" (1993) 73 Boston University Law Review 389, online: http://www.bu.edu/lawlibrary/facultypublications/PDFs/Frankel/The%20Legal%20Infrastructure.pdf, at 389:

> Summary:
> I consider the law regulating markets to be a subset of property law. ... I argue that if we wish to create and maintain efficient markets, contract law - especially the freedom of contracting parties to customize their relationship - must yield to the mandatory rules of property law. ... For example, contract law contains rules that help the parties ascertain the existence of the contract, and property law promotes certainty through rules about the possession and transfer of property rights. ... Even though contract law today interferes in the parties' relationships more than it did in the past, property law remains the comparatively more intrusive category. ... I do suggest that, in addition to contract law, markets require an infrastructure that is grounded in property law. ... The desirability of efficient markets justifies the priority of the property law over contract law. ... This role of intermediaries is crucial in volatile markets, in which either the buyer or the seller often has incentive to renege on her promises. ... The rules that regulate the markets and provide them with an adequate infrastructure are housed in a separate common law category - property law - and in legislative categories, such as securities regulation. ... To flourish, markets require both contract law and property law.

produces a package of property and contractual rights that is fundamentally similar to the packages used in securities markets,[313] requiring the same type of risk analysis.[314]

Like other securities regulation, the Customer Clearing Rule is designed to complement other parts of the legal framework. The CSA Consultation Paper on *Segregation and Portability in OTC Derivatives Clearing* noted that "CCP arrangements must be supported by Canadian federal and provincial laws" and "will only effectively protect customer collateral from the creditors or insolvency representative of an insolvent clearing member to the extent that they are enforceable, as intended, under applicable laws."[315] It said:

> In Canada a variety of laws, including the [*Payment Clearing and Settlement Act*], *Canada Deposit Insurance Corporation Act …* and personal property security, securities transfer, and bankruptcy and insolvency laws may impact the legal certainty and efficacy of segregation and portability arrangements.[316]

The CSA Consultation Paper noted that "there is a degree of uncertainty as to how customer collateral held under various clearing models would be treated under Canadian law in the event of a clearing member insolvency."[317] Some of that uncertainty

---

[313] Typically, the collateral held by the counterparty or clearing agency will be in the form of securities held through intermediaries – security entitlements: *ibid.*

[314] *Ibid* at paras 50 and 57-65, describing risk assessments in the context of conventional securities transactions. *Ibid* at para 57, n.87:

> An exhaustive risk assessment of a security entitlement would consider the following factors:
> (a) the finality provided by securities transfer law;
> (b) the prudential and operational regulation of the securities intermediary (e.g. registration requirements including net capital requirements; segregation requirements; rules governing the handling of credit balances; suitability requirements);
> (c) rights under the *Bankruptcy and Insolvency Act* should the intermediary become insolvent, and the availability of coverage available under the Canadian Investor Protection Fund or similar fund;
> (d) the general legal framework for contractual and property rights against the securities intermediary; and
> (e) the particular property characteristics of the underlying financial asset (i.e. the nature and value of rights against the issuer under corporate, trust, partnership, banking, tax and regulatory law).

All these items apply to collateralized OTC derivatives transactions except for item (e), which would instead assess the particular characteristics of the contractual and property obligations resulting from the transaction.

[315] CSA 91-404, *supra* note 176 at 26.

[316] *Ibid.*

[317] *Ibid* at 21. Another factor noted during the development of NI 24-102 is that investment dealers who hold client assets are required to be members of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) and to contribute to the Canadian Investor Protection Fund (CIPF). Part XII of the *Bankruptcy and Insolvency Act* sets out a special bankruptcy regime for administering the insolvency of a securities firm. Although most Canadian clearing members of global OTC derivatives CCPs will be banks, not IIROC members, it is necessary to consider the combined effect of the CIPF, *Bankruptcy and*

was addressed by amendments to the *Payment Clearing and Settlement Act* proposed in 2012 and proclaimed into force in December, 2014.[318] Those amendments "fix up the wording of the PCSA so that the legal protections that it provides clearly apply to the type of clearing that goes on in these now all-important central counterparty systems for clearing derivatives."[319] The amendments expanded the application of existing provisions that provide finality and protect netting agreements against insolvency laws,[320] creating "additional legal certainty around client clearing".[321]

The CSA Consultation Paper identified as a "threshold issue in Canada" the need for a "perfection by control regime for cash collateral" to be implemented though appropriate amendments to each province's personal property security law.[322] It also noted that "legal certainty and protection for rights in cash collateral could also be improved by giving statutory protection to contractual rights of set-off in cash collateral",[323] which was the approach taken by 2011 amendments to the Québec *Derivatives Act*.[324] Analogous

Insolvency Act, and the *Payment Clearing and Settlement Act* upon segregation and portability arrangements involving IIROC members. See Proposed NI 24-102, *supra* note 281 at 7-9.

[318] See: *A second Act to implement certain provisions of the budget tabled in Parliament on March 29, 2012 and other measures*, SC 2012, c 31, online: http://www.parl.gc.ca/HousePublications/Publication.aspx?DocId=5942521&File=4 at sections 168-172; and *Payment Clearing and Settlement Act*, SC 1996, c 6, Sch, online: http://www.canlii.org/en/ca/laws/stat/sc-1996-c-6-sch/latest/sc-1996-c-6-sch.html at sections 8 and 13. These amendments were drafted in collaboration with members of the Heads of Agencies: see CSR Response, *supra* note 164 at 29.

[319] Standing Committee on Finance, Evidence, November 6, 2012 at: http://www.parl.gc.ca/HousePublications/Publication.aspx?DocId=5826573&Language=E&Mode=1 at 1535.

[320] See *Budget Implementation Act, 2007*, SC 2007, c 29, online: http://laws-lois.justice.gc.ca/eng/annualstatutes/2007_29/page-1.html, Part 9, AMENDMENTS RELATING TO ELIGIBLE FINANCIAL CONTRACTS, described in the summary as follows:

> Part 9 amends the *Bankruptcy and Insolvency Act*, the *Canada Deposit Insurance Corporation Act*, the *Companies' Creditors Arrangement Act*, the *Payment Clearing and Settlement Act* and the *Winding-up and Restructuring Act* to allow the Governor in Council to prescribe the meaning of "eligible financial contract". Those Acts are also amended to provide that, after an insolvency event occurs, a party to an eligible financial contract can deal with supporting collateral in accordance with the terms of the contract despite any stay of proceedings or court order to the contrary. This Part also includes amendments to the *Bankruptcy and Insolvency Act* and the *Winding-up and Restructuring Act* to provide that collateral transactions executed in accordance with the terms of an eligible financial contract are not void only because they occurred in the prescribed pre-insolvency or winding-up period.

[321] See M. Grottenthaler, "Canada proposes amendments to Payment Clearing and Settlement Act to facilitate clearing of OTC Derivatives", October 19, 2012, online: http://www.canadianstructuredfinancelaw.com/2012/10/articles/derivatives/canada-proposes-amendments-to-payment-clearing-and-settlement-act-to-facilitate-clearing-of-otc-derivatives/print.html.

[322] CSA 91-404, *supra* note 176 at 26-8.

[323] *Ibid.*

[324] See: *Derivatives Act*, CQLR c I-14.01, online: http://www.canlii.org/en/qc/laws/stat/cqlr-c-i-14.01/latest/cqlr-c-i-14.01.html at sections 11.1 and 11.2; and S. Dietze, "Is Cash Collateral King Again in

amendments to Ontario's *Personal Property Security Act* have been suggested[325] but, so far, the only amendments permitting perfection by control of cash collateral to actually proceed were amendments to the *Civil Code of Québec* passed April 20, 2015 and effective January 1, 2016.[326] The cash collateral amendments are crucial to the OTC derivatives provisions in that same way that securities transfer legislation was crucial to regulating systemic risk in securities markets – by enforcing the property rules imposed by regulation.[327]

The Customer Clearing Rule thus illustrates how the new rules use old securities regulatory mechanisms, which are designed to complement other provincial and federal law, all intended to reduce systemic risk. The Customer Clearing rule adapts the segregation and portability requirements to OTC derivatives but those are incremental, evolutionary changes to existing law applying the same regulatory mechanisms. Those mechanisms remain fundamentally the same as when such obligations were imposed upon stockbrokers by trust and property law in the 19th century.

(v) Registration requirements

a. Regulatory objectives

The CSA Derivative Committee's 2013 Consultation Paper 91-407 *Derivatives: Registration* provided "an overview of the Committee's proposal for the regulation of key derivatives market participants through the implementation of a registration regime."[328] Draft rules have not yet been published.

Quebec?" (2013) 28 Banking & Finance Law Review 278, online: http://www.stikeman.com/Market/Carswell/Dietze_Banking_and_Finance_Law_Review_28.2.pdf.

[325] See: Ontario Bar Association, Personal Property Security Law Subcommittee, "Perfecting Security Interests in Cash Collateral", February 6, 2012, online: http://www.oba.org/CMSPages/GetFile.aspx?guid=c020380c-6c0a-496f-b4b1-b44d6ac07eb5 and Ontario Bar Association, "Update on Amendments to the Personal Property Security Act (Ontario)", January 21, 2015 at: http://www.oba.org/Sections/Insolvency-Law/Articles/Articles-2015/January-2015/Update-on-Amendments-to-the-em-Personal-Property-S.

[326] See: Bill 28, *An Act mainly to implement certain provisions of the Budget Speech of 4 June 2012 and return to a balanced budget in 2015-2016*, 1st Sess, 41st Leg, Québec 2015, online: http://www.assnat.qc.ca/Media/Process.aspx?MediaId=ANQ.Vigie.Bll.DocumentGenerique_90793en&process=Default&token=ZyMoxNwUn8ikQ+TRKYwPCjWrKwg+vIv9rjij7p3xLGTZDmLVSmJLoqe/vG7/YWzz at s. 361; and Civil Code of Québec, CQLR c C-1991, online: http://www.canlii.org/en/qc/laws/stat/cqlr-c-c-1991/latest/cqlr-c-c-1991.html at Articles 2713.1 through 2713.9 (site not yet updated as of January 28, 2016).

[327] Spink 2010, *supra* note 62 at 16-7 (para 41).

[328] CSA 91-407, *supra* note 220 at 2.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The CSA Consultation Paper said:

> [D]erivatives registrants should be subject to a number of regulatory requirements, including requirements relating to capital and collateral, reporting, internal controls, risk management and interactions with counterparties and clients. These requirements are intended to:
>
> - protect participants in the derivatives markets from unfair, improper and fraudulent practices;
> - protect the soundness of our financial markets by ensuring that key market participants manage risks relating to their participation in derivatives markets, including counterparty risk;
> - impose specific requirements on registrants when trading with counterparties and trading on behalf of clients; and
> - reduce risks, including systemic risks, resulting from the derivatives activities of key market participants.[329] …
>
> This Committee recommends that there be three categories of registration: derivatives dealers (entities or persons in the business of trading derivatives), derivatives advisers (entities or persons in the business of advising on derivatives) and large derivatives participants. …
>
> While this paper discusses minimum registration requirements for each category of registration that will apply to all derivatives dealers, derivatives advisers and large derivatives participants, the Committee recommends that, where appropriate, the CSA consider relying on third-party regulators to carry out some or all of the regulatory functions. These regulators could include foreign regulators, regulating the registrant in its home jurisdiction, prudential regulators, including those responsible for regulating financial institutions in Canada, and self-regulatory organizations.[330]

The CSA Consultation Paper reviewed the approaches taken to registration requirements by the United States[331] and the European Union.[332] It also considered

---

[329] *Ibid* at 7. Reference omitted.
[330] *Ibid* at 7-8.
[331] *Ibid* at 8-12.
[332] *Ibid* at 12-13.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

IOSCO's 2012 *International Standards For Derivatives Market Intermediary Regulation* (*International Standards*).[333]

IOSCO's *International Standards* focused on OTC derivative market intermediaries (DMIs) "that are in the business of dealing, making a market or intermediating transactions in OTC derivatives", not including end-users or market participants.[334] Its recommendations also focused strictly on DMIs dealing with "non-retail clients/counterparties who currently comprise the majority of the clients/counterparties in the OTC derivatives market" noting that, with respect to "retail" clients/counterparties, it "would expect at least the same duties applicable to intermediaries dealing with retail clients/counterparties in the traditional securities market to apply".[335]

IOSCO's *International Standards* also said:

> The standards in this Report do not purport to prescribe what type of governmental regulator or combination of governmental regulators should be responsible for the regulation and oversight of DMIs in a particular jurisdiction. [Footnote: For example, in some jurisdictions a prudential regulator may be the registering or licensing authority with respect to a DMI. For greater clarity, this Report is not intended to make recommendations to non-IOSCO members but rather to provide standards which could be used by each IOSCO member to assess whether the recommendations in this Report have been implemented in its jurisdiction.] For example, where a market authority does not have jurisdiction over prudential oversight of DMIs, the market authority can rely on the prudential authority to address the recommendations relevant to prudential rules.[336]

b. Comparison of regulatory mechanisms

IOSCO's *International Standards* described the relationship between existing recommendations relating to market intermediaries and the standards recommended for DMIs as follows:

> IOSCO has extensive experience in developing objectives and principles for traditional securities market intermediaries. Although most of these objectives and principles were not developed in contemplation of the OTC derivatives market, there are many parallels between the activities of traditional securities market intermediaries and DMIs. IOSCO has directed that, where the context permits, principles and concepts relating to traditional securities markets and

---

[333] *Ibid* at 13-15, referring to IOSCO Technical Committee, Final Report, *International Standards For Derivatives Market Intermediary Regulation*, June 2012 (IOSCO *International Standards*) at: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD381.pdf.
[334] *Ibid* at 4.
[335] *Ibid* at 4.
[336] *Ibid* at 4-5.

> regulations should be understood to include reference to derivatives. However, although existing principles regarding market intermediaries may have application to the OTC derivatives market there is a need to expand the application and tailor regulation for the unique characteristics of OTC derivatives. Therefore, the purpose of this Report is to develop standards for DMIs that seek to ensure that the OTC derivatives market is regulated appropriately and to the same general level of standards that are applied to traditional securities market intermediaries.[337]

It also said:

> To facilitate a better understanding of the standards that should apply to DMIs, it is useful to analyze characteristics of OTC derivatives and OTC derivatives markets that differentiate them from many traditional securities and traditional securities markets. Although the Task Force recognizes that there is a wide range of products that comprise both the OTC derivatives and traditional securities markets, the following examples illustrate some fundamental differences, which, in turn, demonstrate why distinctions in the regulatory approach to OTC derivatives are appropriate.
>
> (a) Contractual Relationship: Securities trades involve an agreement to purchase and sell a specific security. Generally, the contractual relationship between the intermediary and the seller and purchaser with respect to such security is concluded once the security and agreed upon consideration for the security have been exchanged. In contrast, an OTC derivatives transaction results in the creation of an ongoing contractual relationship between two counterparties which may last for many years. A DMI, in addition to providing intermediary services, may be a counterparty to an OTC derivatives transaction in an ongoing manner that does not necessarily occur in traditional securities intermediation.
>
> (b) Level of Complexity: Notwithstanding the increasing standardization of OTC derivative products, an OTC derivative may not be liquid, fungible and/or traded in the same way as a traditional security. In a cash securities transaction, such as the sale of a listed equity, the purchase price of the security is the primary variable and a purchaser's loss is limited to the price paid for the security. In many OTC derivatives transactions, the terms of the derivative contract are negotiated by the parties to reflect not only price, but a number of other variables, including the counterparty credit risk. Payment obligations under the terms of the transaction are often ongoing and not limited to any finite amount. More generally, the risks associated with these products, and in particular their relative risk/reward profiles, can make them difficult for the client or counterparty to understand, depending on the details of the particular OTC derivatives transaction.

[337] *Ibid* at 6-7. References omitted.

> (c) Nature of Parties: In many traditional securities transactions, securities market intermediaries owe duties to their clients. Unlike traditional securities transactions where broker/dealers act for and on behalf of clients, the relationship between counterparties to an OTC derivatives transaction is not typically characterized as one of "dealer" and "client". Many OTC derivatives transactions involve non-retail counterparties. In some instances, imposing a retail client-dealer relationship model on OTC derivative transactions would be inconsistent with the commercial reality of the nature of the participants and their relationship.[338]

CSA Consultation Paper 91-407 *Derivatives: Registration* agrees with IOSCO, describing the relationship between existing National Instrument 31-103 *Registration Requirement, Exemptions and Ongoing Obligations* and the proposed registration regime for OTC derivatives market participants as follows:

> Many of the concepts relating to the registration of derivative market registrants have been developed through a review of the existing securities registration regime in Canada, however the factors that will trigger registration and the specific requirements applicable to derivatives registrants will, in some ways, be substantially different from those applicable under the existing securities registration regime. These differences are necessary given:
>
> - the differences in the purpose of trading, with securities typically being purchased for investment purposes and derivatives typically being contracts entered into for the transfer of risk;
> - the element of leverage that exists in most categories of derivatives that amplifies market risk. The total risk exposure under a derivatives contract will often exceed the cost of entering into the derivative; and
> - the complexity of many types of derivatives contracts.
>
> As a result, derivatives markets operate in ways that are different from securities markets. The Committee recommends that the regulation of derivatives market participants involve derivatives-appropriate registration requirements.[339]

The following table shows how the CSA Consultation Paper's proposed "key registration requirements that will apply to each category of registrant and the individual representatives of a registrant"[340] are consistent with the IOSCO *International Standards*, and analogous to existing registration requirements in National Instrument 31-103.

[338] *Ibid* at 9.
[339] CSA 91-407, *supra* note 220 at 16-7.
[340] *Ibid* at 26.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

TABLE 1

CSA key requirement[341]	IOSCO recommendation[342]	NI 31-103 analog[343]
Proficiency requirements for staff (7.1(a))	13	Part 3, Div. 1 and 2
Minimum capital requirements (7.1(b)(i))	6	Part 12, Div. 1
Margin requirements (7.1(b)(ii))	6	Part 13, Div. 4
Insurance requirements (7.1(b)(iii))	9, 12[344]	Part 12, Div. 2
Financial records and reporting (7.1(b)(iv))	15	Part 12, Div. 4
Compliance and Risk Management Systems (7.1(c)(i))	11, 12, 13	Part 11, Div. 1
Appointment of UDP, CCO and CRO (7.1(c)(ii))	11, 12, 13	Part 11, Div. 1
Record keeping (7.1(c)(iii))	15	Part 11, Div. 2
Complaint handling (7.1(c)(iv))	7	Part 13, Div. 5
Honest Dealing (7.1(d))	7	**
Client/counterparty assets (7.1(e))	9	Part 14, Div. 3
Gatekeeper obligation (7.2(a))	8	Part 13, Div. 1
Know your client/counterparty (7.2(b)(iii)(A))	*	Part 13, Div. 1
Suitability (7.2(b)(iii)(B))	8	Part 13, Div. 1
Conflicts of interest (7.2(b)(iii)(C))	*	Part 13, Div. 2
Fair dealing (7.2(b)(iii)(D))	7	**
Pre-trade reports (7.3(a))	*	Part 14, Div. 2
Post-trade reports (7.3(b))	*	Part 14, Div. 5
Client account statements (7.3(c))	*	Part 14, Div. 5
* These requirements apply to "retail" clients/counterparties that are outside the scope of the IOSCO recommendations.		
** The general obligation upon registrants to act "fairly, honestly and in good faith" is referred to in the Companion Policy to NI 31-103 but imposed by securities legislation or other regulation. See CSA 91-407, *supra* note 220 at 34.		

[341] *Ibid* at Schedule A.
[342] IOSCO *International Standards*, *supra* note 333.
[343] NI 31-103, *supra* note 300.
[344] The IOSCO *International Standards*, *supra* note 333, do not mention insurance but the CSA's proposed insurance requirement appears to fall under IOSCO Recommendation 9 (protection of client assets and collateral) and Recommendation 11 (risk management systems): *ibid* at 26-9.

The CSA's proposed requirements will be adapted to address unique characteristics of OTC derivatives markets. For example, traditional securities regulation generally requires that conflicts of interest be avoided, disclosed, or otherwise managed. That approach is not appropriate for many OTC derivatives transactions, which intentionally create an economic conflict of interest between the parties,[345] so the CSA's recommendations regarding conflicts of interest are limited to "retail" types of transactions. The "suitability" requirement has been similarly adapted.[346]

Margin requirements will be different because margin plays a more significant and complex role in OTC derivatives transactions than it does in conventional securities transactions. Margin arrangements for centrally-cleared derivatives[347] and non-centrally cleared derivatives[348] create ongoing obligations to provide "variation margin", normally requiring higher-quality collateral than is required for uncleared derivatives transactions or conventional securities transactions. The implementation of minimum standards for margin requirements for non-centrally cleared derivatives has been delayed due to "the operational and legal complexities"[349] and it is anticipated that "certain elements of the margin standards may need to be re-evaluated or modified" based on forthcoming additional data and further analyses.[350] Although the details of margin requirements for OTC derivatives will be different, the regulatory objective – to protect against counterparty credit risk[351] – and mechanisms remain the same as for conventional securities transactions.

[345] IOSCO *International Standards*, *supra* note 333 at 23-4.
[346] *Ibid* at 24.
[347] Margin requirements for centrally-cleared derivatives are determined by the rules of the CCP, which are subject to NI 24-102 and, more generally, the PFMI Report 2012, *supra* note 61.
[348] See BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, March 2015 (BCBS-IOSCO Margin Requirements), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD480.pdf which is described as "developed in consultation with the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) and the Committee on the Global Financial System (CGFS)." *Ibid* at 2. The stated objectives of the margin requirements are the "reduction of systemic risk" and the "promotion of central clearing". *Ibid.* at 3. See also OSFI Draft Guideline E-22, *Margin Requirements for non-centrally cleared derivatives*, Effective Date: September 2016 at: http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/e22.pdf, which "is based on the BCBS-IOSCO framework".
[349] BCBS-IOSCO Margin Requirements, *ibid* at 3.
[350] *Ibid* at 6.
[351] *Ibid* at 4.

(vi) Trading Facilities

a. Regulatory objectives

CSA Consultation Paper 92-401 *Derivatives Trading Facilities* (DTF Paper)[352] invites comments on recommendations for pursuing two principal outcomes flowing from the G-20 commitments:

- develop a regulatory framework for "derivatives trading facilities" (DTFs), that is, organized trading platforms for the trading of OTC derivatives;
- require suitable OTC derivatives, or classes of OTC derivatives, to trade exclusively through a DTF.[353]

The DTF Paper says: "a key objective of this mandate is to enhance the transparency and efficiency of OTC derivatives markets", and "[e]xchanges or electronic trading platforms can foster greater market integrity through transparent and enforceable participation and conduct requirements."[354] It says:

> Organized trading platforms bring together many market participants where their trading interests can interact. The potential benefits of organized trading platforms have been described by international regulatory organizations to include the following:
>
> - the use by participants of similar means to express trading interests and execute trades can result in the accumulation of pools of liquidity on trading platforms;
> - the concentration of liquidity may foster broader market participation, resulting in greater operational efficiencies, increased competition and deeper markets;
> - increased competition which may, in turn, put downward pressure on trading costs, including a reduction in bid/ask spreads;
> - tight bid/ask spreads and deep liquidity particularly for benchmark derivatives contracts;
> - increased participation in the OTC derivatives market, contributing to making markets less susceptible to the impairment of a single liquidity provider;

[352] CSA 92-401, *supra* note 220.
[353] *Ibid* at 4.
[354] *Ibid* at 15.

- greater market integrity through transparent and enforceable participation and conduct requirements;
- the verification of trade information through electronic confirmations, and an efficient link to clearing agencies and trade repositories;
- a higher level of transparency, and a reduction in information asymmetry;
- making price and other trade-related information directly available to the market thereby improving price discovery and pricing of assets and enhancing comparability and strengthening risk management;
- allowing market participants to directly price derivatives, with the role of a platform operator being limited to bringing together or facilitating the bringing together of multiple third-party buying and selling interests; and
- improved transparency to and surveillance by regulators and likely a clearer trail in terms of positions and exposures.[355]

The CSA Derivatives Committee considered whether to mandate trading of all OTC derivatives on organized trading platforms but proposes to mandate "only those transactions with sufficient standardization and liquidity and/or that pose systemic risks to the integrity of the markets".[356] The stated goal of the proposals in the DTF Paper is "to encourage the continued development of liquidity, transparency and standardization in the OTC derivatives market."[357]

The regulatory objectives include international coordination. The DTF Paper says:

> Recognizing the international character of OTC derivative markets, the Committee is of the view that a Canadian regulatory approach to the platform trading of OTC derivatives should have regard to the approach taken in other jurisdictions, particularly in the US and EU. Moreover, the Canadian regulatory approach should be designed to coordinate with international regulation where possible, while recognizing the relative size and liquidity of the Canadian market and the unique features of the Canadian regulatory framework.[358]

And:

> The Committee recommends that a foreign-based DTF … that provides Canadian participants with direct access to their trading platforms be subject to

[355] *Ibid* at 15-6.
[356] *Ibid* at 17.
[357] *Ibid* at 18.
[358] *Ibid* at 18.

> the requirements of the proposed DTF regulatory regime. A foreign DTF would be required to be authorized, or exempted from authorization, in each local jurisdiction of Canada in which it provides a local participant with direct access. However, the Committee recommends that CSA members consider exemptions for foreign-based DTFs, on a case-by-case basis, from some or all of the requirements of the DTF regime if the foreign-based DTF is able to demonstrate that the regulation and oversight in its home jurisdiction is comparable to that which would apply under the proposed DTF regulatory regime. In such cases the Committee recommends that CSA members consider relying on the day-to-day oversight by the home regulator of the foreign-based DTF, generally limiting direct oversight to matters of particular local importance. The foreign-based DTF would still be subject to reporting obligations to Canadian securities regulators with respect to services provided to local participants.[359]

b. Comparison of regulatory objectives

The DTF Paper says: "DTFs generally would be regulated similarly to an exchange."[360] It provides a summary comparison and contrast with existing law as follows:

> ***Organizational requirements*:** All DTFs would be subject to basic organizational requirements, comparable, to the extent appropriate, to those established for marketplaces regulated under *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (Regulation 21-101) and *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (Regulation 23-101). Among other things, DTFs would be subject to requirements related to:
>
> - transparency, e.g., via disclosure on a website of, among other things, fees, how orders are entered, interact and execute, order types, access requirements, technology requirements, trading requirements, including market conduct requirements, and the policies and procedures for managing conflicts of interest;
> - record-keeping and record preservation, including in respect of records of market participants with access to the trading facility, trading summaries, and records of trades, orders, and quotations;
> - publication of and fair access to trade and price information;
> - access, including not unreasonably prohibiting, conditioning or limiting access to services offered;
> - system requirements, including adequate controls over those systems;

[359] *Ibid* at 47-8.
[360] *Ibid* at 5.

- business continuity planning and independent system reviews;
- adequate financial resources;
- personnel and outsourcing of functions;
- addressing conflicts of interest; and
- reporting to securities regulators.

> ***Contrast with Regulation 21-101:*** Regulation 21-101 provides a regulatory framework for a number of different "marketplaces", including securities exchanges, alternative trading systems (ATS) and quotation and trade reporting systems (QTRS). A DTF would be distinct from the "marketplaces" currently regulated under Regulation 21-101. Although to the extent appropriate the rules governing DTFs will be consistent with Regulation 21-101, rules governing DTFs will be tailored to specifically address the organized platform trading of OTC derivatives. For example, unlike for trades executed on a marketplace regulated under Regulation 21-101, trades executed through a DTF would not be required to be cleared unless the derivative was of a class that had been mandated to be cleared pursuant to a clearing rule. As described elsewhere, it is also contemplated that the operator of a DTF will be permitted to exercise discretion in the manner of order execution, which is not something for which Regulation 21-101 provides.[361]

The DTF Paper includes an extensive discussion of alternate approaches to pre-trade and post-trade transparency,[362] illustrating the need to adapt existing rules to address unique characteristics of OTC derivatives markets. The adapted rules apparently seek to achieve the same regulatory objectives as existing law by using the same regulatory mechanisms.

(d) Summary – OTC derivatives provisions in context

The Canadian OTC derivatives provisions clearly reflect, and are consistent with, the discussions of systemic risk and systemic importance in all the consultation material published by the CSA Derivatives Committee, and in the volume of material and recommendations from SSBs, especially IOSCO. The Canadian OTC derivatives provisions implement all 25 of the 38 IOSCO *Principles* that are applicable to OTC derivatives markets, as shown in the Table 2 below.

[361] *Ibid* at 6-7.
[362] *Ibid* at 39-43.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

TABLE 2

Category of IOSCO Principles of Securities Regulation (and Principle #s)	Implemented by OTC derivatives provisions
A. Principles Relating to the Regulator (1-8)	✓
B. Principle Relating to Self-Regulation (9)	NA
C. Principles Relating to Enforcement (10-12)	✓
D. Principles Relating to Cooperation (13-15)	✓
E. Principles Relating to Issuers (16-18)	NA
F. Principles For Auditors, Credit Rating Agencies, and Other Information Service Providers (19-23)	NA
G. Principles Relating to Collective Investment Schemes and Hedge Funds (24-28)	NA
H. Principles Relating to Market Intermediaries (29-32)	✓
I. Principles Relating to the Secondary Markets (33-37)	✓
J. Principle Relating to Clearing and Settlement (38)	✓

Close examination of the Canadian OTC derivatives provisions shows that they deliberately use the same regulatory mechanisms used historically in securities markets to achieve the same regulatory objectives (protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; and reducing systemic risk) in the particular context of OTC derivatives markets. The provisions are adapted to unique characteristics of OTC derivatives markets but those are incremental, evolutionary changes to existing law applying the same regulatory mechanisms.

Viewed in temporal perspective, the Canadian OTC derivatives provisions are simply the most recent adaptation of the traditional regulatory mechanisms in a continuous line of such adaptations that constitute the "fossil record" of securities regulation, as described by Lo (2008):

> The multi-faceted nature of systemic risk implies that several approaches to regulatory reform will be necessary. Moreover, because of the competitive and adaptive nature of financial markets, the most effective regulations are those that can adapt to changing market conditions. From an archaeological perspective, the body of securities laws may

> be viewed as the fossil record of the unbounded creativity of unscrupulous financiers in devising new ways to separate individuals from their money, and the multitude of strata of securities regulations trace out the co-evolution of financial misdeeds and the corresponding static regulatory responses. The most durable regulations are those that recognize the adaptive nature of markets and their participants, and are allowed to adapt accordingly.[363]

The "most durable" regulatory mechanisms in this context are the traditional mechanisms employed by the Canadian OTC derivatives provisions (market conduct and enforcement; transparency; central counterparty clearing; segregation and portability of client assets; registration requirements; and regulation of trading facilities). Those mechanisms regulate the property, contractual and civil rights of persons involved in derivatives transactions in the same way that existing securities regulation regulates securities transactions.

OTC derivatives are collateralized contracts between two counterparties – they do not have an "issuer" as securities do – so there is no need for securities-type disclosure requirements or liability to secondary-market participants. However, OTC derivatives and securities are both complex packages of intangible rights, and their markets benefit similarly from things like transparency, central counterparty clearing, protection of client assets, market conduct regulation, and efficient trading facilities.

The mechanisms used to achieve these regulatory objectives all involve the manipulation of the property, contractual and civil rights of persons involved in OTC derivatives transactions, analogous to the regulation of securities transactions. For example:

- Trade reporting requirements obligate counterparties to disclose transactions, and obligate trade repositories to disclose data.

[363] Lo, *supra* note 38 at 17:

> To illustrate how adaptive regulations may be formulated, consider the credit default swaps (CDS) market. The magnitude and importance of this OTC market have led to the very sensible proposal to establish a CDS exchange with standardized contracts, daily mark-to-market and settlement, and a clearing corporation. An adaptive version of this proposal would be to require the establishment of a similar organized exchange and clearing corporation for any set of OTC contracts that exceeds certain thresholds in volume, open interest, and notional exposure, where such thresholds should be defined in terms of percentages of those quantities in existing markets, e.g., 5% of the combined dollar volume of all organized futures markets. Such an adaptive regulation would promote the orderly and organic creation of new exchanges as the need arises, and reduce the likelihood of systemic shocks emanating from the failure of a small number of too-big-to-fail institutions. Of course, exemptive relief can always be provided under certain conditions, but the benefit of an adaptive regulation is that an orderly transition from small heterogeneous OTC trading to a market that has become vital to global financial system is permanently institutionalized.

- The central counterparty-clearing requirement converts the original contract into two new, separate contracts with a clearing agency designed to enforce the resulting contractual and property obligations.
- Segregation and portability requirements require central counterparties and other intermediaries holding client assets to protect those assets against the risk of loss due to the intermediary's insolvency.
- Registration requirements will prevent some persons from participating in the market, and impose duties on registrants dealing with "retail" clients comparable to the duties imposed in securities transactions. Margin requirements for uncleared trades will impose collateralization on contracting parties.
- Trading facility requirements will resemble existing rules related to: transparency; record-keeping; publication of trade and price information; access to services; system requirements and controls; business continuity; financial resources; personnel; conflicts of interest; and reporting to securities regulators.

In summary, the Canadian OTC derivatives provisions are evolutionary, not revolutionary, steps in securities regulation. Their legislative facts parallel existing securities regulation, which employs the same regulatory mechanisms for the same regulatory objectives: protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; and reducing systemic risk. Because the new provisions developed post-crisis, they have always been described in terms of reducing systemic risk. The fact that the new provisions use mainstream securities regulatory techniques basically affirms that those techniques have been effectively reducing systemic risk since long before the term was invented.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

4. REGULATING CROSS-BORDER ACTIVITY

This section examines how OTC derivatives regulation applies to cross-border transactions. It suggests that the cross-border application of such regulation is essentially the same as with other securities regulation, where it is normal for the laws of more than one jurisdiction to apply to components of a particular transaction. This section concludes by describing how global OTC derivatives regulation will apparently rely upon the same mechanisms as securities regulation (e.g. mutual recognition and substituted compliance) to address cross-border transactions.

(a) Cross-border securities regulation – overview

Cross-border border securities transactions were normal before the advent of statutory securities regulation so, too, has been the cross-border application of such regulation.[364] The current state of cross-border regulation is summarized by the September 2015 *Final Report* of the IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation.[365] It says:

> In today's global securities [including equities, debt, and derivatives] markets, financial activities often cross national borders. As a result of these developments and their supervisory responsibilities over markets, trading, products, and market participants, securities regulators often have regulatory interests that extend beyond their borders. Specifically, the process of applying national regulations to businesses operating and transacting on a cross-border

[364] The cross-border application of US (and Canadian) law is discussed in Loss, *supra* note 300, Vol. I at 363-70, and Vol. III at 1995-2004. Canadian examples include: *Gregory & Co. v. Quebec Securities Commission*, [1961] S.C.R. 584; *R. v. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56, leave to appeal refused, [1966] S.C.R. ix (*sub nom. West & Dubros v. The Queen*); and *Re World Stock Exchange* (2000) 9 ASCS 658, online: http://www.albertasecurities.com/Notices%20Decisions%20Orders%20%20Rulings/Enforcement/World_Stock_Exchange_-_Reasons_-_2000-02-15_-__1310963.pdf; National Policy 47-201 *Trading Securities Using The Internet And Other Electronic Means*, online: http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/4569501-v1-NP_47-201_Notice_of_Implementation_and_Appendix_B_to_Notice_-_Consolidated_Version_13_Aug_2013.pdf; OSC Staff Notice 24-702 *Regulatory Approach To Recognition And Exemption From Recognition Of Clearing Agencies* (2010) 33 OSCB 2323, online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20100319_24-702_clearing-agencies.pdf at 2326; *Regulation 32-102 respecting Registration Exemptions for Non-Resident Investment Fund Managers* online: http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/32-102/2013-03-31/2013mars31-32-102-vofficielle-en.pdf; *Policy Statement to Regulation 32-102 respecting Registration Exemptions for Non-Resident Investment Fund Managers* online: http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/32-102/2012-09-28/2012sept28-32-102-ig-vadmin-en.pdf; and OSC Staff Notice 33-744 *Availability of registration exemptions to foreign dealers in connection with trades in options and futures contracts under the Commodity Futures Act (Ontario)* (2014) 37 OSCB 8446, online: https://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category3/sn_20140918_33-744_availability-registration-exemptions-foreign.pdf.

[365] (IOSCO Cross-Border Report), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD507.pdf.

> basis is not just a function of regulators being bound by national laws to consider how market activities beyond their borders could impact their own domestic markets. Rather, the extent to which domestic financial institutions operate across multiple foreign jurisdictions also appears to be a significant driver of the degree to which the laws and regulations of a home jurisdiction interact with those of a foreign, or host, jurisdiction. This means that the laws and regulations of the home jurisdiction may also apply to the activities of a domestic financial institution and its clients, customers, or counterparties taking place in the foreign jurisdiction, in addition to the laws and regulations of the foreign jurisdiction itself.[366]

(i) Cross-border tools: national treatment; recognition; passporting

The IOSCO Task Force surveyed thirty-seven member regulators[367] on the tools adopted, or contemplated, to address cross-border regulatory issues. The survey sought information about the characteristics of these cross-border regulatory tools, including their purpose and underlying rationale.[368] The *Final Report* broadly classified these tools into three main types, namely: national treatment, recognition, and passporting.[369] It summarized each of these as follows:

> **Tool 1: National Treatment**
>
> - The domestic regulator generally treats foreign persons, entities, and products in the same manner as domestic ones in terms of market access and ongoing requirements, regardless of the foreign regulatory regime.
> - However, exemptions and accommodations may be granted to market participants active in the domestic jurisdiction, including such foreign persons, entities, and products.
> - Limits the need for the domestic regulator to consider the effectiveness of foreign regulatory regimes in detail or how they may compare to its regime.
> - May be supported by cooperative mechanisms agree between the domestic regulator and foreign regulators.
>
> **Tool 2: Recognition**
>
> - Enables the domestic regulator to permit activities of persons and entities, including the distribution of products, from recognized foreign jurisdictions to take place within the domestic jurisdiction. This can be one-way (unilateral recognition) or reciprocal (mutual recognition).

[366] *Ibid* at 1. Footnotes omitted.
[367] Including the Ontario Securities Commission and the Autorité des marchés financiers. *Ibid* at Appendix 3.
[368] *Ibid* at 4.
[369] *Ibid* at 5.

- The domestic regulator recognizes a foreign regulatory regime, at times in substitution for its own, if the latter is assessed to be sufficiently comparable to the domestic regime [also described as "substituted compliance"[370]].
- Often involves the domestic regulator relying on the effectiveness of the oversight of the foreign regulatory regime, and consideration of both formal requirements under regulation, as well as how those requirements are enforced or administered in practice.
- Requires cooperation between domestic and foreign regulators, which is commonly supported by bilateral or multilateral cooperative mechanisms.

Tool 3: Passporting

- Permits market access between the jurisdiction covered by the passporting arrangement based on a common set of rules.
- Based in a single authorization or registration which allows for the provision of services and products throughout participating jurisdictions under the supervision of a single ("home") authority.
- May require an international treaty or similar legal instrument, and highly harmonized rules and processes.
- Where the regulator of the host market has concerns about a regulated entity's compliance, that regulator may be required to discuss these concerns with the home authority.
- May include participation of a common authority to supervise compliance, draft guidelines, provide recommendations and facilitate supervisory cooperation.[371]

All these tools are already used by some Canadian jurisdictions. All Canadian provinces and territories, except Ontario, have implemented a *passport system* that enables a securities market participant, by operation of law, to obtain a receipt for a prospectus, seek exemptive relief, or become registered or designated by generally dealing only with its "home" regulator.[372] The Canadian "passport jurisdictions" also *unilaterally recognize* regulatory decisions made by the Ontario Securities Commission.[373] Canadian regulators and the US SEC *mutually recognize* each other's regulatory requirements for purposes of the Canada-US Multijurisdictional Disclosure System,[374]

[370] *Ibid* at 14, 15, 26-7, and 46.
[371] *Ibid* at 6.
[372] *Ibid* at 36-7. See also: *Regulation 11-102 respecting Passport System,* online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/11-102/2015-12-08/2015dec08-11-102-vofficielle-en.pdf; and *Policy Statement to Regulation 11-102 respecting Passport System*, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/11-102/2012-04-20/2012avril20-11-102-ig-vadmin-en.pdf. Passporting can also be seen as an advanced type of mutual-recognition system.
[373] *Policy Statement to Regulation 11-102 respecting Passport System*, ibid at s. 1.3(6).
[374] See: National Instrument 71-101 *The Multijurisdictional Disclosure System*, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/71-101/2001-06-12/2001juin12-71-101-vadmin-en.pdf; *Multijurisdictional Disclosure and Modifications to the Current Registration and Reporting System for Canadian Issuers*, Securities Act Release No. 33-6902, 56 Fed. Reg. 30,036, July 1, 1991; and A.T. Drummond, "Securities Law Internationalization of Securities Regulation -

which permits certain Canadian and US issuers to issue securities in the other country relying primarily on local prospectus and continuous-disclosure documents. Ontario generally imposes *national treatment* on market participants from the rest of Canada, and all Canadian jurisdictions impose *national treatment* on some foreign market participants.

National treatment is the default position in cross-border regulation, because it applies unless there is some type of passporting or recognition system in place, or unless an exemption is obtained in advance. The IOSCO Task Force observed that "[a]uthorities will often seek to balance potential trade-offs between increased cross-border market access and financial activity, on the one hand, and maintaining appropriate levels of investor protection and managing the importation of potentially harmful risk, on the other."[375]

(ii) Assessing/recognizing foreign regulation

The IOSCO Task Force said:

> It is usually critical for a host regulator to determine whether a cross-border activity or entity qualifies for unilateral or mutual recognition based on a prior assessment of whether reliance can be placed on home jurisdiction supervision. Many regulators tend to evaluate whether and to what extent the foreign regulatory regime achieves regulatory "outcomes" that are generally predetermined and similar to those achieved by the domestic regulator (as opposed to focusing on a line-by-line comparison of domestic and foreign rules and regulations).[376]

The assessment process is typically initiated by a foreign entity or regulator seeking some form of recognition from the domestic jurisdiction.[377] The IOSCO Task Force described examples of the assessment techniques and processes currently used in surveyed jurisdictions.[378] "There are four steps in the assessment process: identify regulatory outcomes, select regulatory outcomes measures, gather materials for evaluation, and evaluate gathered materials."[379]

Multijurisdictional Disclosure System for Canada and the U.S." (1991) 36 Vill. L. Rev. 775, online: http://digitalcommons.law.villanova.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2744&context=vlr.
[375] IOSCO Cross-Border Report, *supra* note 365 at 1.
[376] *Ibid* at 16.
[377] *Ibid* at 18.
[378] *Ibid* at 17.
[379] *Ibid* at 18

The regulatory outcomes "have to be achievable by the domestic regulator itself, and relevant to the unilateral or mutual recognition arrangement under consideration."[380]

The IOSCO Task Force identified eight "of the most commonly used regulatory outcome measures" to include:

1. General analyses of foreign securities laws, regulations, requirements, and standards;
2. Specific analyses of foreign securities laws, regulations, requirements, and standards, both as written and implemented, with respect to the cross-border activity considered under the proposed unilateral or mutual recognition arrangement;
3. The level of investor protection in the foreign jurisdiction;
4. Enforcement capability of the foreign jurisdiction;
5. The level of supervisory oversight in the foreign jurisdiction;
6. Legal framework for and implementation of international cooperation;
7. Analysis of results from standardized assessments by international organizations; and
8. Membership and status in international organizations, regional communities, or groups.[381]

The IOSCO Task Force noted that "[r]egulators typically select a combination of the above outcome measures" to match the needs of the particular circumstances, and that "[d]ifferent weights may also be given to the selected regulatory outcome measures."[382] It also noted that "[w]hen evaluating materials gathered for the selected outcome measures, regulators find it useful to set benchmarks, where possible, to determine the extent to which the foreign regulatory regime meets the predetermined regulatory outcomes."[383]

The IOSCO Task Force said:

> Benchmarks commonly used by regulators to evaluate a foreign regime can be divided into 2 main groups: benchmarks that reflect international standards and domestic requirements.
>
> Some respondents have reported using benchmarks that reflect international standards, including:

[380] *Ibid.* It goes on to say: "Key regulatory outcomes commonly identified by regulators are:
- domestic investor protection;
- maintenance of local market integrity;
- reduction of regulatory arbitrage;
- reduction of systemic risk, crime, and misconduct in the domestic financial system; and
- effectiveness of anti-money laundering and counter-terrorist financing measures implemented in the foreign jurisdiction."

[381] *Ibid* at 19-20.
[382] *Ibid* at 20.
[383] *Ibid* at 21.

- aspects of domestic laws and regulations that are as strict as internationally-agreed standards, such as the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation;
- a grading of "broadly implemented" assigned by international organizations such as the IMF and World Bank (i.e., in connection with the FSAP), or similar scores indicating broad compliance with internationally-agreed principles and/or standards in assessments conducted by other international organizations; [and]
- status as a Board and/or ordinary member of IOSCO, and as a signatory under Appendix A to the IOSCO MMoU [Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information]; ….

Domestic requirements include:

- aspects of domestic laws and regulations that are stricter than or are not based on internationally-agreed standards due to the need to accommodate local market characteristics. ….

> It appears that even though the foreign regulatory regime may operate under different mechanisms, the common emphasis among regulators is on whether the foreign regime can achieve actual regulatory outcomes that are overall substantively similar to those of the domestic regime (as predetermined in the first step of the assessment). Foreign regulatory regimes that satisfy this emphasis are granted a positive determination which can be labelled "equivalence", "sufficient equivalence" or "comparability" depending on the jurisdiction concerned.[384]

The IOSCO Task Force described examples of how certain regulators conducted assessments of foreign regulatory regimes under 3 different scenarios. The first two can be mentioned briefly. Scenario 1 involved "[a]ssessment of foreign regulatory regimes which have been implemented and can readily achieve substantively similar regulatory outcomes", which resulted in recognition.[385] Scenario 2 involved "[a]ssessment of foreign regulatory regimes which have been implemented but require further efforts to demonstrate substantively similar regulatory outcomes", which resulted in either limiting the scope of mutual recognition, or applying the strictest requirements from both jurisdictions.[386]

Scenario 3 is more interesting because it involved "[a]ssessment of foreign regulatory regimes that are in the process of being implemented", citing the example of OTC derivatives regulation.[387]

[384] *Ibid* at 21-2. Emphasis in original.
[385] *Ibid* at 24-5.
[386] *Ibid* at 25-6
[387] *Ibid* at 26.

(b) Cross-border regulation of OTC derivatives markets

To illustrate Scenario 3, the IOSCO Task Force described the example of the US CFTC's approach to assessing the derivatives regimes of foreign jurisdictions for the purpose of determining "comparability" with certain CFTC regulations, and "the possibility of relying on the foreign jurisdictions' supervisory oversight through substituted compliance".[388] The CFTC has made some comparability determinations (including with respect to Canada) regarding some CFTC requirements.[389] However, there remain significant differences between positions taken by the US and the European Union which, so far, have prevented mutual recognition of their respective regulatory regimes for derivatives.[390]

The fact that cross border derivatives transactions "are the norm not the exception"[391] creates significant pressure to resolve these issues. There are recent indications that the differences between the US and European Union will be resolved, enabling some form of mutual recognition/substituted compliance.[392]

[388] *Ibid* at 26.-7.

[389] See: US CFTC Release PR6802-13, "CFTC Approves Comparability Determinations for Six Jurisdictions for Substituted Compliance Purposes – Australia, Canada, the European Union, Hong Kong, Japan, and Switzerland are deemed comparable with respect to certain swaps provisions of the Dodd-Frank Act", December 20, 2013, online: http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6802-13; and CFTC, "Comparability Determination for Canada: Certain Entity-Level Requirements", 78 FR 78839 (December 27, 2013), online: http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/OrdersandOtherAnnouncements/2013-30979. The determination is based on the comparability of Canadian requirements applicable to banks.

[390] See for example: "Appendix 3 - Statement of Dissent by Commissioner Scott D. O'Malia" in "Comparability Determination for Canada: Certain Entity-Level Requirements", *ibid*; "Testimony of Scott O'Malia, Chief Executive Officer, International Swaps and Derivatives Association" before the US House of Representatives Committee on Agriculture, July 29, 2015, online:: http://www2.isda.org/newsroom/speeches-and-testimonies/; D.P. McCaffrey, "Private and Public Controls in the Over-the-Counter Derivatives Market, 1984-2015", Working Paper revised October 10, 2015, online: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2642216 at 48-50; and Y. Yadav and D. Turing, "The Extra-Territorial Regulation of Clearinghouses", September 11, 2015, Vanderbilt Law and Economics Research Paper No. 15-24, online:: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2659336 at 16-28.

[391] (SEC Chairman) E. Walter, "Regulation of Cross-Border OTC Derivatives Activities: Finding the Middle Ground", April 6, 2013, online: http://www.sec.gov/News/Speech/Detail/Speech/1365171515202. See also BIS Statistical Release, *supra* note 186 at Table 8, p. 17, describing Credit Default Swaps (CDS) and at 6:

> The CDS market is very international; CDS with counterparties from the same country in which the dealer is headquartered accounted for only 21% of outstanding contracts at end-June 2014, or $3 trillion (Table 8). Most of the foreign counterparties were from Europe, followed by the United States.

[392] B. Jopson and P. Stafford, "Derivatives regulation spat nears Transatlantic détente", *Financial Times*, December 20, 2015, online: http://www.ft.com/intl/cms/s/0/05343878-a59d-11e5-97e1-a754d5d9538c.html#axzz3vf09UdXT

Assuming that occurs, the natural consequence will be for OTC derivatives regulation to harmonize around the US/EU standards because those standards will apply to the largest portion of the global market.[393] Any jurisdiction that refuses to recognize compliance with the US/EU standards as substituted compliance with its domestic law risks isolating its domestic entities from the global market, because entities operating in the US/EU may be unwilling to transact with them due to the additional costs associated with complying with the domestic regulation. Any jurisdiction seriously interested in enabling its domestic entities to participate in the global OTC derivatives market may be expected to establish a domestic regulatory regime that is considered comparable to US/EU standards, so that compliance with the domestic regulatory regime may be recognized as substituted compliance with US/EU law, or the similar law of other jurisdictions, and vice-versa.[394]

That is evidently what Canadian securities regulators, and other financial-sector regulators, have been doing. As described above, the Canadian OTC derivatives provisions are being designed with a view to ongoing regulatory developments in the US and EU, and in anticipation of relying upon foreign regulation and oversight where it is reasonable to do so. Although global standards are still being developed, the work to date strongly suggests that Canadian standards will be harmonized with global standards, enabling substituted compliance across jurisdictions, and continuing to provide qualified Canadian counterparties with access to global OTC derivatives markets. For example:

- The EU recently recognized that "the legal and supervisory arrangements of the Canadian provinces of Alberta, British Columbia, Manitoba, Ontario and Québec" are equivalent to EU requirements with respect to the recognition of central counterparties for OTC derivatives.[395]

[393] In simple terms, the standards will apply to every OTC derivatives transaction involving a counterparty located in the US or EU. Technically, the scope is broader than that because the US CFTC provisions apply to any transaction involving a "U.S. person" (see: *Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance With Certain Swap Regulations*, July 26, 2013, 17 CFR Chapter I, online: http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2013-17958.

[394] If a domestic jurisdiction's regulatory regime is significantly inferior to global standards, domestic counterparties could still transact with those in the US/EU, but the domestic counterparty would have to comply with US/EU requirements. If a domestic jurisdiction's regime was extremely deficient, it might be impossible for domestic counterparties to transact with those in the US/EU because, for example, the domestic counterparties might be incapable of meeting the eligibility requirements of a recognized clearing agency.

[395] Commission Implementing Decision (EU) 2015/2040 of 13 November 2015 on the equivalence of the regulatory framework of certain provinces of Canada for central counterparties to the requirements of Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, online: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ:JOL_2015_298_R_0011.

- Canadian securities regulators have already designated/recognized/exempted several trade repositories[396] and clearing agencies[397] that are organized and primarily regulated under foreign law.
- The Trade Reporting Rule permits substituted compliance with the reporting requirement in certain circumstances,[398] and also contemplates exemptions for foreign-based trade repositories based on substituted compliance.[399]
- The CSA is working with OTC derivatives regulators in other countries to "harmonize the determination process [for the proposed Clearing Rule] with the relevant international standards".[400]
- The proposed Clearing Rule provides substituted compliance for transactions involving a local counterparty where the transaction is submitted for clearing pursuant to the laws of another Canadian jurisdiction or certain foreign jurisdictions.[401] It also permits substituted compliance by "a local counterparty in a reliant [Canadian] jurisdiction if the transaction is submitted for clearing to a clearing agency or a clearing house that is recognized or exempted from recognition pursuant to the securities legislation of another jurisdiction of Canada."[402]
- CSA Consultation Paper 91-407 *Derivatives: Registration* reviewed the US and EU approaches to registration[403] and recommended that the CSA consider relying on third-party regulators, including foreign regulators, "to carry out some or all of the regulatory functions."[404]
- CSA Consultation Paper 92-401 *Derivatives Trading Facilities* recognized the international character of derivatives markets and recommended that the

[396] Québec, Ontario and Manitoba have recognized/designated: DTCC Data Repository (U.S.) LLC; ICE Trade Vault, LLC; and Chicago Mercantile Exchange Inc. See: http://www.lautorite.qc.ca/en/trade-repositories.html; https://www.osc.gov.on.ca/en/Derivatives_applicants-trade-repositories_index.htm; http://docs.mbsecurities.ca/msc/oe/en/item/105125/index.do; http://docs.mbsecurities.ca/msc/oe/en/item/105126/index.do; and http://docs.mbsecurities.ca/msc/oe/en/item/105127/index.do?r=AAAAAQAXQ2hpY2FnbyBtZXJjYW50aWxlIDcwMTUB.

[397] See: http://www.lautorite.qc.ca/en/clearing-houses.html; and https://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_clearing-agencies_index.htm.

[398] See TR Rule, *supra* note 237 at s. 26(5). The list of US/EU requirements qualifying for substituted compliance under s. 26(5) is published at: http://www.lautorite.qc.ca/en/91-507-derivatives-qc-pro.html#equivalent. Section 26(3) of MI 96-101 is similar: MI 91-101/96-101, *supra* note 234.

[399] See Notice 91-506/7, *supra* note 239 at Appendix A, p. 2. The Notice refers to "renumbered section 42", which is apparently section 42 of MSC 91-507 and OSC 91-507. The comparable power to exempt trade repositories from the requirements of Regulation 91-507 in Québec is found in s. 86 of the *Derivatives Act*, *supra* note 199 . Section 43 of MI 96-101 (MI 91-101/96-101, *ibid*) is similar to section 42 of Manitoba Securities Commission Rule 91-507 and Ontario Securities Commission Rule 91-507.

[400] *Supra* note 259.

[401] Clearing Rule, *supra* note 255 at 2.

[402] *Ibid* at 2. See also s. 5 of Proposed NI 94-101 which lists "reliant" jurisdictions in s. 5(4): Newfoundland and Labrador; the Northwest Territories; Nunavut; Prince Edward Island; and Yukon. *Ibid*.

[403] CSA 91-407, *supra* note 220 at 8-13

[404] *Ibid* at 7.

Canadian regulatory approach have regard to the approach taken in other jurisdictions, particularly in the US and EU, and should be designed to coordinate with international regulation, including "relying on the day-to-day oversight by the home regulator of the foreign-based DTF".[405]

- Several Canadian securities regulators and the Bank of Canada jointly issued a notice indicating that certain Canadian-domiciled central counterparties "can be considered qualifying central counterparties under the standard on the capital treatment of certain bank exposures to central counterparties developed by the Basel Committee on Banking Supervision".[406]

(c) Can systemic risk be exported?

Global regulatory standards in this area remain a work-in-progress, so it is premature to assess the extent to which there will be variations in the OTC derivatives regulations ultimately implemented by Canadian provinces and territories. If we assume there will be some variations (as there are with existing securities regulation and the OTC derivatives provisions implemented or proposed thus far), questions arise about whether such variations might permit one province to "export" systemic risk to another province. I suggest that there is no significant possibility of that occurring, for the following reasons.

It is speculative to suggest that there might be significant differences among Canadian jurisdictions because they share the same incentives to reduce systemic risk, and they articulate a common view about how to go about it in relation to OTC derivatives. To my knowledge, there are no competing incentives that would motivate any Canadian jurisdiction to seek different regulatory objectives. Therefore, any variations will probably resemble existing and historic variations in Canadian securities regulation. Those variations may reflect slightly different regulatory philosophies, but they are all driven by the same regulatory objectives and generally compete with each other to develop the most effective and least costly way to achieve those objectives.[407]

[405] See text accompanying notes 358 and 359, *supra.*
[406] CSA Multilateral Staff Notice 24-311 *Qualifying Central Counterparties*, July 28, 2014, online: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2014/2014juillet31-24-311-avis-acvm-en.pdf.
[407] See Spink Federalism, *supra* note 149 at 125-31, describing securities regulation as a continuous law-reform process. Examples in the OTC derivatives provisions are the small differences between the trade reporting rules currently in effect in Manitoba, Ontario and Québec, those proposed for MI 96-101 in January 2015 (see CSA Multilateral Notice and Request for Comment, Proposed Multilateral Instrument 91-101 *Derivatives Product Determination* and Proposed Multilateral Instrument 96-101 *Trade Repositories and Derivatives Data Reporting*, January 21, 2015, online: http://www.albertasecurities.com/Regulatory%20Instruments/5042659-v1-CSA_Notice_and_RFC_on_Proposed_MI_91-101_and_96-101_91.101.pdf), and the version of MI 96-101 adopted in January 2016 (MI 91-101/96-101, *supra* note 234 at 6-7, and Annex A "Summary of

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

For sake of argument, assume that a Canadian jurisdiction decided not to implement any of the OTC derivatives provisions. In that situation, "unregulated" OTC derivatives transactions[408] could occur, but only if both counterparties were located in that jurisdiction. Any transaction involving a counterparty elsewhere in Canada would be subject to the rules of that counterparty's jurisdiction,[409] resulting in the transaction being reported and centrally cleared. Since cross-border OTC derivatives transactions are the norm, it seems unlikely that there would be a significant volume of "unregulated" OTC derivatives transactions and, if we assume that this situation involved a small jurisdiction, there might be none.[410]

Market participants do not normally seek out unregulated jurisdictions. Quite the opposite – market participants want legal certainty, so they seek to transact in jurisdictions where property and contractual rights are protected, enforceable, and buttressed by regulatory law.[411] This produces a race to the top "because the rules and the manner in which the rules control risk and the *integrity* of the transaction are part of the product being sold over the system."[412] Parties to cross-border transactions must

Comments and Responses"). The differences are apparently intended to be improvements, and are part of a continuing process of considering improvements to existing/proposed rules.

[408] That is, transactions that in the rest of Canada must be reported to a recognized trade repository and cleared through a recognized clearing agency.

[409] See: *Gregory & Co. Inc. v. Québec Securities Commission et al.*, [1961] S.C.R. 584; and *R. v. W. McKenzie Securities Ltd.* (1966), 56 D.L.R. (2d) 56 (Man. C.A.).

[410] Lack of market activity could justify a lack of regulation but, since all Canadian jurisdictions currently maintain comprehensive securities regulation despite (presumably) low levels of activity in some jurisdictions, it seems probable that all Canadian jurisdictions will ultimately adopt OTC derivatives provisions in anticipation of possible activity.

[411] A.M. Corcoran, "The Uses of New Capital Markets: Electronic Commerce and the Rules of the Game in an International Marketplace" (2000) 49 American University Law Review 581, online: http://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1290&context=aulr at 583, 589, and 594-6.

[412] *Ibid* at 595-6 (emphasis in original). Corcoran analyzes several examples of how markets use contract and property law to "transcend or improve upon national law" (*ibid* at 585), including the "London Clearing House Limited's SwapClear program for registering and clearing certain privately negotiated [OTC] derivatives transactions". She concludes (at 608):

> [I]ncreasingly, electronic markets are being created to monetize various rights and interests and to render them pricable and tradable. Also, increasingly, both traditional and new markets are interlinked electronically by common platforms serving products traded in more than one jurisdiction, by aggregation of components, such as execution and clearing facilities located in different jurisdictions, and by participants located in different jurisdictions. These developments, driven by changes in technology and by regional economic integration, particularly in Europe, have created increasing pressure for clarity as to applicable law defining the rights and interests of market participants.
>
> This Article submits that the natural legal structure of derivatives markets provides one mechanism for providing clarity as to those rights and interests notwithstanding that the markets span several jurisdictions and are otherwise global in scope. Specifically, the market structure creates the property interest traded, provides the rules for transfer of that interest and transfer of funds reflecting gains and losses in that interest, and rules establishing the rights and interests of

normally comply with the most stringent regulatory requirements imposed by any jurisdiction involved, so market participants often adhere to the highest requirements as a matter of course.[413]

Assume that a "rogue jurisdiction", with no credible domestic financial system or regulation, actively seeks to export systemic risk. It is hard to imagine how it would go about that, and even harder to imagine that such actions would go unnoticed. Knowledgeable market participants would be expected to shun the rogue jurisdiction, and regulators in jurisdictions with credible financial systems would be expected to impose strict national treatment on any entity, product or activity from there.[414] Therefore, a rogue jurisdiction could only export systemic risk to the extent that credible jurisdictions were willing to import it.

Moreover, we should recognize that, historically, Canada has excelled at cross-border regulatory coordination. The Canada-US Multijurisdictional Disclosure System and the Canadian passport system are remarkable achievements by global standards.[415] In my experience, one reason why Canadian securities regulators have tended to excel at international coordination is because they have experience with a sophisticated coordination system domestically. Another reason is that Canadian securities regulation exhibits the highest level of implementation of international standards: Canada is the

---

all relevant parties in the event of default. This is true whether or not enforcement of the market rules or contracts is undertaken by the market itself, outsourced to another authority, or enforced directly by the regulator. The choice of law embedded in this structure can, therefore, under general rules of international law, especially with reinforcement from related international law, promote both the harmonization of rules across jurisdictions and clarity as to the applicable law of the transaction and the property interest and other rights and interests related to the transaction.

[413] Market participants described the effect as "a race to the top in that [global] firms only comply with EU or US rules". See IOSCO Task Force on Cross Border Regulation, Hong Kong Industry Meeting 7 April 2014, *Summary of Discussion*, online: https://www.iosco.org/about/?subSection=display_committee&cmtID=23&subSection1=2014-11-roundtable-notes at 1. It also says, with respect to regulatory arbitrage (at 5):

> Participants pointed out that the current situation had much more to do with gold-plating, or a regulatory "race to the top". Rather than finding opportunities to avoid regulations in a subversive way, financial institutions now had a low tolerance of regulatory risk and took a more cautious approach by trying to apply standards globally.
>
> There was no real indication of a regulatory "race to the bottom", and most participants agreed that the assumption that businesses would flow to another jurisdiction simply because of different requirements was not happening.

[414] Strict national treatment may include: refusing to recognize the rogue jurisdiction's oversight; refusing to exempt entities or products from the rogue jurisdiction from the application of domestic regulation; refusing to allow domestic issuers to rely upon credit ratings produced in the rogue jurisdiction; and imposing conditions upon domestically-regulated entities to prevent them from trading or dealing with entities or products from the rogue jurisdiction. National treatment can prevent (make illegal) any activity that does not fully comply with domestic law.

[415] See Spink Federalism, *supra* note 149 at 132-36.

only country so far to have achieved a grading of "broadly implemented" for all the IOSCO Principles and Objectives of Securities Regulation,[416] so it is the only country to satisfy all of the "benchmarks that reflect international standards" used to evaluate foreign regimes described by the IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation.[417]

It therefore seems probable that Canadian OTC derivatives provisions will be coordinated and consistent with international standards. The CSA material summarized above demonstrates an advanced understanding of both the need for coordination and the techniques available. Although cross-border OTC derivatives regulation includes some new challenges, it employs traditional securities regulatory mechanisms, the cross-border application of which is well-understood.[418] The cross-border application of

[416] See note 147 *supra*.

[417] See text accompanying note 384 *supra*. The securities regulators of Alberta, British Columbia, Ontario and Québec are ordinary members of IOSCO (see: https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1) and signatories to the IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (see: https://www.iosco.org/about/?subSection=mmou&subSection1=signatories). The Ontario and Québec regulators are also members of the IOSCO Board (see: https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=11). The IOSCO website lists, under "Policy and Standard Setting", eight committees and three task forces – all of which include at least one Canadian securities regulator (see "About IOSCO" at: https://www.iosco.org/).

[418] The following description of cross-border regulation of conventional equity securities is from E. Spink, "Report in reply to the reports of Michael J. Trebilcock dated May 20 and August 23, 2010", October 27, 2010, Reference Record of the Attorney General of Alberta in the Supreme Court of Canada, vol. 22, 135, online: http://www.droitdesaffaires.ca/uploads/3/5/2/9/3529835/volumexxiireferencerecordagalberta.pdf at 135-6, paras. 5-8 (footnotes omitted):

> 5. Consider for example securities of an Alberta-based issuer that are listed on both the TSX and NYSE, and traded over-the-counter between investors in Ruritania [a hypothetical jurisdiction with no securities regulatory law]. It is obvious that there is a global capital market in those securities but simplistic to ask whether Alberta securities laws regulate that market. In fact, Alberta securities laws regulate the market to a degree, in combination with the law of other jurisdictions, depending on the exact circumstances of each trade. Alberta securities laws do not apply to the secondary-market trading rules of the TSX or NYSE, nor to the over-the-counter trade of a security certificate between two investors in Ruritania. However, Alberta securities laws may be said to regulate the market to a significant degree by prescribing the public disclosure emanating from the issuer and giving investors civil rights if there has been improper disclosure.
>
> 6. This example shows that, even if Canada had a single securities regulator, its securities law still would not correspond with the scope of the capital market–only a single global authority could apply a single law to all transactions. In fact, cross-border securities transactions are normal and their legal implications are well-understood even though they typically involve the law of several jurisdictions.
>
> 7. The Ruritanian example illustrates how laws can positively affect the capital market even in places where those laws do not apply: Ruritarian investors rely upon the regulatory law governing disclosure by the issuer and secondary trading on the TSX and NYSE; plus the property law applicable to their rights with respect to the security certificate (ie the Ruritanian investor's ability to transfer the certificate to a broker in Hong Kong, or register

OTC derivatives provisions should therefore be the same as the cross-border application of existing securities regulation.

(d) Summary

It is normal for the laws of more than one jurisdiction to apply to components of a cross-border transaction. The cross-border application of Canadian OTC derivatives provisions will be the same as the cross-border application of existing securities regulation. Coordination among Canadian jurisdictions, and internationally, will rely upon the same mechanisms as securities regulation – primarily, mutual recognition and substituted compliance – to address cross-border transactions.

transfer on the books of the issuer in Alberta); plus the possibility of acquiring civil rights against the issuer and its directors/officers under Alberta law if there has been improper disclosure. Canadian and U.S. law may thus affect the Ruritanian capital market more powerfully than Ruritanian law.

8. The reason why Ruritanian law has less pervasive effects is that no sensible investor would ever rely upon Ruritanian law (eg buy a Ruritanian security or use a Ruritanian intermediary) because they know that Ruritanian law does not protect investors and that the effects will be negative.

5. PURPORTED SCOPE OF THE DRAFT CAPITAL MARKETS STABILITY ACT

No regulations have been proposed under the draft *Capital Markets Stability Act*[419] (CMSA). It was announced in August 2015 that "it is not contemplated that any regulations will be proposed under the CMSA before the [Capital Markets Regulatory Authority (CMRA) responsible for the administration of the CMSA] becomes operational."[420]

Since it is necessary to speculate about what regulations might be authorized by the CMSA legislation, this section considers the extent to which the CMSA purports to authorize regulations substantively similar to the OTC derivatives provisions discussed above. It also considers, more generally, the extent to which the CMSA purports to authorize regulations substantively similar to existing provincial securities regulation.

The first part of this section compares key terms used in the CMSA ("systemic risk related to capital markets", "systemically important", and "systemically risky") with similar terms used by SSBs and the CSA. The comparison suggests that the terms have similar meanings, and that all the matters addressed by the Canadian OTC derivatives provisions (and most, if not all, existing securities regulation) could be designated as systemically important under the CMSA.

The second part of this section compares the CMSA's descriptions of the kinds of regulation purportedly authorized by the CMSA with the Canadian OTC derivatives provisions, and other existing securities regulation. The comparison suggests that the OTC derivatives provisions and all existing securities regulation could be replicated by regulations made under the CMSA.

(a) CMSA definition of "systemic risk related to capital markets"

CMSA s. 3(1) says:

> In this Act, systemic risk related to capital markets means a threat to the stability or integrity of Canada's financial system that originates in, is transmitted through or impairs capital markets and that has the potential to have an adverse effect on the Canadian economy.[421]

[419] *Capital Markets Stability Act* – Draft for Consultation, August 2014 (CMSA), online: http://www.fin.gc.ca/drleg-apl/2014/cmsa-lsmc-l-eng.asp.
[420] "Commentary on the draft initial regulations under the provincial/territorial *Capital Markets Act*", August 25, 2015, online: http://ccmr-ocrmc.ca/publications/, 1.
[421] CMSA, *supra* note 419 at s. 3(1).

Some of the terms used ("threat", "stability", "capital markets", and "the potential to have an adverse effect on the Canadian economy") are not defined, but the "integrity of the financial system" is said to mean:

> … the structural integrity of all or any significant part of that system, including
>
> (a) its continuous and orderly operation without disruption;
> (b) its soundness, cohesion and resilience;
> (c) the avoidance of its structural impairment; and
> (d) the maintenance of public confidence in its structural integrity.[422]

Although worded differently, the CMSA definition appears to be substantively similar to the working definitions of systemic risk used by SSBs and the CSA.[423]

For example, the CMSA's requirement for "the potential to have an adverse effect on the Canadian economy" seems lower than the requirement in the definition used by IMF-BIS-FSB for "serious negative consequences for the real economy".[424] The CMSA requirement also seems lower than the requirement in the definition used by IOSCO for "any widespread adverse effect on the financial system and thereby on the wider economy."[425] The CMSA requirement seems higher than the definition used by the CSA, which omits this requirement, but that difference does not appear to be significant because the CSA recognized, correctly, that "risk to the real economy is a likely consequence of systemic risk".[426] As I am not aware of any example of systemic risk that could not reasonably be described as having "the potential to have an adverse effect" on the economy, I suggest the CMSA definition is substantively the same as the CSA definition in this regard.

The CMSA definition seems broader than the CSA definition because it includes systemic risk that is "transmitted through … capital markets", even if it does not

---

[422] *Ibid* at s. 3(2).
[423] CSR Response, *supra* note 164 at 9:
> Systemic risk in the capital markets is the risk of a shock:
> (i) affecting a significant number of market participants contemporaneously; and
> (ii) which may directly or indirectly result in:
> (A) a broad decrease in the availability, or a significant increase in the cost, of capital for issuers and individuals; and/or
> (B) a significant erosion of investor confidence in the fairness and efficiency of the capital markets.

[424] FSB-IMF-BIS, Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations,* October 2009 (FSB-IMF-BIS 2009 Guidance), online: http://www.bis.org/publ/othp07.pdf at 2.
[425] IOSCO *Mitigating Systemic Risk*, *supra* note 41 at 13.
[426] CSR Response, *supra* note 164 at 10.

originate in or impair capital markets.[427] The CSA definition is directed at risks that may originate in or impair capital markets but it does not focus on transmission, presumably because the transmission of risk is normal – indeed, it is a core function of securities and derivatives markets.[428] We should assume that every systemically important financial institution is either publicly traded, or active in securities/derivatives markets, or both; and that every systemic event (including those occurring outside the financial system, affecting things like the environment, health services, transportation or communications systems) will normally result in the repricing of risks in the capital markets. This part of the CMSA definition therefore seems to capture systemic risks not contemplated by the CSA definition.

(b) What is "systemically important" or "systemically risky"?

The CMSA purports to authorize the CMRA to make orders designating entities or products[429] as "systemically important", or to "prescribe [by regulation] a practice to be systemically risky."[430] The CMSA seems to use "systemically risky" as a grammatical variation of "systemically important", so for convenience I refer them to them collectively in terms of "systemically important" and "designation".

Actual systemic risk is not required in order for something to be designated as "systemically important" under the CMSA – what is required is the CMRA's opinion that something "could pose a systemic risk".[431] For example, CMSA section 20(1) permits the CMRA to designate a clearing house as systemically important if the CMRA is of the opinion that the "material financial distress of the clearing house" or "the failure of … its

[427] It is not clear whether "capital markets" in the CMSA refers only to securities markets (including equities, debt and derivatives markets), or whether it also includes markets for mortgages or other types of private or institutional lending. The Canadian securities regulators' definition uses the same term, apparently in the narrower sense, so I have assumed the CMSA does also.

[428] See IOSCO *Mitigating Systemic Risk*, *supra* note 41 at 23:

> Financial markets exist, in part, to transfer risk from one participant to another. As such, the effects of changes in market conditions are transmitted naturally as part of the markets' adjustment to new information and that transmission is essential to its efficient functioning."

See also B. Holmstrom, "Understanding The Role Of Debt In The Financial System", Bank For International Settlements Working Papers No 479, January 2015, online: http://www.bis.org/publ/work479.htm at 6:

> The main purpose of stock markets is to share and allocate risk. The first stock market was set up in Amsterdam to share the risk of dangerous voyages to the Far East. Over time, stock markets have come to serve other objectives too, most notably governance objectives, but the pricing of shares is still firmly based on the cost of systemic risk (or a larger number of factors that cannot be diversified). Discovering the price of systemic risk requires markets to be transparent so that they can aggregate information efficiently.

[429] The CMSA, *supra* note 419, provides for designation of a: "trading facility' (s. 18); "clearing house" (s. 20); "credit rating organization" (s. 23); "benchmark" (s. 25); "capital markets intermediary" (s. 27); and "class of securities or derivatives" (s. 30).

[430] *Ibid* at s. 32.

[431] *Ibid* at s. 18(1), s. 20(1), s. 23(1), s. 25(1), and s. 27(1).

functioning could pose a systemic risk."[432] The question is not whether the clearing house exhibits actual or probable financial or operational distress, it is whether such events "could pose a systemic risk" if they occurred.

The CMSA's approach is consistent with the CSA's view that "systemic importance does not necessarily mean that a specific systemic risk exists",[433] which is consistent with the approach taken by SSBs and other international institutions.[434] For example, the FSB-IOSCO 2015 consultation document, *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*, said:

> As with assessing the global systemic importance of banks and insurers, the NBNI G-SIFI assessment methodologies aim to measure the impact that an NBNI financial entity's failure can have on the global financial system and wider economy, rather than the *probability* that a failure could occur.[435]

The 2009 FSB-IMF-BIS *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments* said:

> Establishing what constitutes systemic importance has proved difficult and most G -20 members do not have a formal definition. Nonetheless, in practice G-20 members consider an institution, market or instrument as systemic if its failure or malfunction causes widespread distress, either as a direct impact or as a trigger for broader contagion. The interpretation, however, is nuanced in that some authorities focus on the impact on the *financial system*, while others consider the ultimate impact on the *real economy* as key.[436]…

---

[432] *Ibid* at s. 20(1). CMSA s. 22 says that "[t]he concurrence of the Bank of Canada is required" before the CMRA can make a designation order under s. 20, presumably to avoid conflicts with designations made by the Bank of Canada pursuant to the *Payment Clearing and Settlement Act* (see text accompanying note 272 *supra*.

[433] CSR Response, *supra* note 164 at 8. See also at 18 (describing the process for assessing systemic importance):

> The above process reflects the view that if a category (or firm or market) is not "large," highly interconnected, or has many substitutes, then it is unlikely to be systemically important or be able to pose systemic risk. However, the contrary is not always the case – a high rating of systemic importance does not necessarily mean a systemic risk exists for that category, although the potential may be greater than for categories with a low rating of systemic importance in the event of a crisis or shock.

[434] Such as the FSB, IMF, BIS and ESRB. For convenience, these organizations are generally included in references to SSBs in this section.

[435] FSB-IOSCO, *2nd Consultative Document on Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions*, March 4, 2015, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD479.pdf at 5. Emphasis in original

[436] FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *supra* note 424 at 5. Emphasis in original.

> This implies that, in principle, all types of financial intermediaries or markets can potentially be systemically important.[437]

CMSA section 20(1) relating to clearing houses, mentioned above, is therefore consistent with the approach taken by the CPSS-IOSCO *Principles for financial market infrastructures*, which said "[t]he presumption is that all CSDs, SSSs, CCPs, and TRs are systemically important, at least in the jurisdiction where they are located, typically because of their critical roles in the markets they serve."[438] It is also consistent with the approach taken by Canadian securities regulators.[439]

The similarities between the CMSA approach and that taken by SSBs and the CSA may also be seen by examining the CMSA's non-exhaustive lists of the factors that must be considered by the CMRA before it can designate something as systemically important.[440] The factors listed in the CMSA use largely the same vocabulary and appear to be a condensation of detailed descriptions by SSBs such as IOSCO,[441] and other international organizations such as the FSB-IMF-BIS and the European Systemic Risk Board (ESRB),[442] which are the same factors currently applied by the CSA.[443]

---

[437] *Ibid* at 7.
[438] CPSS-IOSCO, *Principles for financial market infrastructures*, April 2012 at 12.
[439] "For example, CCPs could be considered to be systemically important due to their size, significance to capital markets and their interconnectedness alone." CSR Response, *supra* note 164 at 8. See also NI 24-102, *supra* note 256, 24-102CP at subsections 2.0(2) and (3).
[440] CMSA, *supra* note 419 at s. 18(2), s. 20(2), s. 23(2), s. 25(2), s. 27(2), s. 30(2),and s. 32(2). Each list concludes with "any other risk-related factors that the [CMRA] considers appropriate".
[441] IOSCO Research Department: Staff Working Paper 2012/1, "Systemic Risk Identification in Securities Markets", July 2012 (IOSCO Systemic Risk Identification), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD461.pdf lists 13 factors in Tables 2, 3, and 4, and Appendix 2 contains "micro-level indicators" for each factor.
[442] See FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *supra* note 424 at 2-3, 8-13, and Table 1 – Basic Indicators of Systemic Importance and Associated Risks (describing: the three main criteria as size, substitutability, and interconnectedness; and three "complementary indicators" being leverage, liquidity and maturity mismatches, and complexity). *Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 on European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board, online:* http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32010R1092, clearly draws upon the FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *supra* note 424 when it says (at s. 9 of the Preamble):

> The key criteria helping to identify the systemic importance of markets and institutions are size (the volume of financial services provided by the individual component of the financial system), substitutability (the extent to which other components of the system can provide the same services in the event of failure) and interconnectedness (linkages with other components of the system). An assessment based on those three criteria should be supplemented by a reference to financial vulnerabilities and the capacity of the institutional framework to deal with financial failures and should consider a wide range of additional factors such as, inter alia, the complexity of specific structures and business models, the degree of financial autonomy, intensity and scope of supervision, transparency of financial arrangements and linkages that may affect the overall risk of institutions.

See also the descriptions in IOSCO *Thematic Review* 2013, *supra* note 146 at 19-20.
[443] CSR Response, *supra* note 164 at 16-18.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

This is illustrated by Table 3 below, which shows how some of the factors listed in the CMSA correspond with 13 "systemic risk factors for securities markets" described by the IOSCO Research Department in 2012 (IOSCO Factors)[444], six criteria developed by the FSB-IMF-BIS and ESRB (FSB/ESRB),[445] and five criteria used by the CSA.[446]

Table 3

	CMSA Factors						
	s. 18 (2) Trading facilities	s. 20 (2) Clearing houses	s. 23(2) Credit rating organizations	s. 25(2) Benchmarks	s. 27(2) Capital Market Intermediaries	s. 30(2) Products	s. 32(2) Practices
IOSCO Factor ◊ **= FSB/ESRB** § **= CSA**							
Size ◊§	●	●	●	●	●	●	●
Liquidity ◊					●		●
Cross-jurisdictional	●	●	●	●	●	●	●
Transparency							
Interconnectedness ◊§	●	●	●	●	●	●	
Substitutability and institution structure ◊§	●	●	●	●	●	●	
Market integrity and efficiency							
Concentration	●	●					
Behaviour				●			
Incentive structure							
Leverage ◊					●		●
Regulation §							●
Complexity ◊§					●	●	

[444] IOSCO Systemic Risk Identification, *supra* note 441 at 4, Table 2.
[445] See *supra* note 442.
[446] CSR Response *supra* note 164 at 16-18, describing how the CSA Systemic Risk Committee's "prioritization used many of the criteria proposed by the [FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *ibid*]". The criteria described by the FSB/ESRB and the CSA could be interpreted expansively to encompass all 13 IOSCO Factors, as could the factors listed in the CMSA. For the sake of simplicity, the table shows only 6 FSB/ESRB criteria (size; substitutability; interconnectedness; leverage; liquidity; and complexity) and only 5 CSA criteria (size; interconnectedness; availability of substitutes; level of current regulation; and complexity), grouped together with the individual IOSCO factors to which they seem most closely connected. Note that in some instances several of the listed CMSA factors relate to a single IOSCO/FSB/ESRB/CSA factor. For example, CMSA s. 30(2) refers to the "degree of standardization", "value", "volume", and the "number and type" of products – all of which factors are included in the FSB's description of "size" (see FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *ibid* at 25).

I acknowledge that the table reflects my own interpretations of the factors and criteria, and that other reasonable interpretations are available, but suggest that any reasonable interpretation shows that the factors listed in the CMSA are the same as those recommended by SSBs and used by the CSA.

Table 4 illustrates this another way. It compares the CSA's list of "entities, market participants and investment products that could potentially be systemically important to Canada",[447] with the CMSA provisions that seem applicable. It shows that the CMSA, again, uses largely the same vocabulary, and that every subject identified by the CSA is covered by at least one of the CMSA provisions, and vice versa.

TABLE 4

	CMSA Provision						
	s. 18 (2) Trading facilities	s. 20 (2) Clearing houses	s. 23(2) Credit rating organizations	s. 25(2) Benchmarks	s. 27(2) Capital Market Intermediaries	s. 30(2) Products	s. 32(2) Practices
CSA list							
Clearing and settlement systems		●	●	●	●	●	●
OTC derivatives markets; interconnection; transparency	●	●		●	●	●	●
Credit Rating Organizations			●				
Securities dealers; liquidity					●		
Securitized investments; complexity; linked exposures						●	
Hedge Funds; liquidity; interconnection					●	●	
Electronic/high-frequency trading	●				●		
Repo markets; liquidity		●					●

It follows that all the entities, products and practices addressed by the Canadian OTC derivatives provisions could be designated as "systemically important" under the CMSA.

[447] CSR Response, *supra* note 164 at 7.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

(c) The purpose of the CMSA assessment/designation

Although the CMSA uses essentially the same process as SSBs and the CSA for determining what is systemically important, the CMSA uses that process for a significantly different purpose – assigning jurisdiction to the CMRA. SSBs' guidelines for assessing systemic importance are aimed generally at "national authorities" and are intended to assess whether, how and to what extent matters should be regulated, not to identify the responsible regulator.[448] In effect, the CMSA takes the economic/regulatory definitions of systemic risk and systemic importance used by SSBs and the CSA, and converts them into constitutional definitions by attaching constitutional significance to designations of systemic importance.

This contrast in purpose is evident in the different criteria used for determining systemic importance. Although the CSA process used many of the same criteria used by the CMSA, the CSA also used "the added criteria of considering the level of regulation in place and the jurisdiction of Canadian securities regulators."[449] The CSA's first additional criterion recognized that "areas that operate under structured regulatory regimes are less likely to pose systemic risk compared to categories that are less regulated or exempted."[450] It is also reflected in the CSA's list of "entities, market participants and investment products that could potentially be systemically important to Canada"[451] shown in Table 4 above, which does not include major areas covered by existing securities regulation (such as the rules relating to distribution, disclosure, and trading of conventional securities), because they are already perceived to be adequately regulated, and because the CSA's purpose was to identify significant new or unregulated sources of systemic risk.

[448] See FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *supra* note 424 at 24:
National authorities could use the guidelines to adjust the scope and intensity of financial regulation and supervision**."** Specifically, the guidelines could be used in the following ways:
- to update legal, regulatory and supervisory frameworks so as to bring systemically important financial institutions, markets and instruments within the scope of regulation, and to improve the resilience of the financial system;
- to calibrate prudential tools, including the intensity of regulation of systemically important financial institutions, markets and instruments;
- to inform initiatives to improve the safety and soundness or efficient functioning of markets. For example, the output of an assessment may highlight the need for strengthening clearing and settlement arrangements in markets where existing arrangements had previously been thought adequate;
- to prepare crisis intervention policies and strategies, recognizing that the decisions would be determined by the circumstances at the time.

[449] CSR Response, *supra* note 164 at 17.
[450] *Ibid.*
[451] CSR Response, *supra* note 164 at 7-8.

In contrast, the CMSA process for determining what is systemically important generally does not consider the extent of existing regulation.[452] That extends significantly the range of what may be designated systemically important, to include matters that are already adequately regulated but would be potential sources of systemic risk if they were not adequately regulated. It raises the question of whether entities, products and practices regulated by existing securities regulation could be designated as systemically important. I suggest that most, if not all, matters addressed by existing securities legislation are potentially systemically important and, therefore, subject to designation under the CMSA.

This suggestion is based on the overall view of the role of securities regulation described in my 2010 evidence. The fundamental point is that the reduction of systemic risk is one of three core objectives of securities regulation.[453] It is closely related and, in some respects, overlaps with the other two objectives: the protection of investors; and ensuring that markets are fair, efficient and transparent.[454] The reduction of systemic risk may be seen as a component of the other two objectives,[455] or as an extension of investor-protection concepts into the operational details of markets,[456] but from any perspective it is an integral part of "traditional" securities regulation.[457] This is affirmed by IOSCO's statement that "[s]ystemic risk can also take the form of a more gradual erosion of market trust caused by inadequate investor protection standards, lax enforcement, insufficient disclosure requirements, inadequate resolution regimes or other factors",[458] and the FSB-IMF-BIS observation that "[a]ll types of financial intermediaries, markets and infrastructure can potentially be systemically important to some degree."[459]

Obversely stated, it seems impossible to argue plausibly that any entity, product or practice that is currently the subject of securities regulation is "systemically unimportant"

[452] The only references to the extent of regulation in the CMSA are in s. 32(2)(e) and (f), in the context of systemically risky practices.
[453] IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140 at 10.
[454] *Ibid.*
[455] D. Johnston, K. Rockwell and C. Ford, *Canadian Securities Regulation*, 5th ed., (LexisNexis, Markham: 2014) at 18.
[456] Spink 2010, *supra* note 62 at para 7.
[457] See SEC Chairman M.L. Schapiro, *Testimony Concerning Regulation of Systemic Risk,* Before the Unites States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, July 23, 2009, online: https://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts072309mls.htm:

> There are two kinds of "systemic risk regulation": (1) the traditional oversight, regulation, market transparency and enforcement provided by primary regulators that helps keep systemic risk from developing in the first place and (2) the new "macro prudential" regulation designed to identify and minimize systemic risk if it does.

[458] IOSCO *Mitigating Systemic Risk*, *supra* note 41, at 13. See also IOSCO Methodology 2011, *supra* note 140 at 39-41.
[459] FSB-IMF-BIS 2009 Guidance, *supra* note 424 at 2.

– that it has zero potential to pose systemic risk. Such an argument would underestimate the interconnectedness of markets and ignore the history of unforeseen systemic risks. Such an argument would also have to contend with the fact that the new provisions – deliberately – use the same regulatory mechanisms used historically in securities regulation.[460] The argument would therefore also have to distinguish somehow between "important" and "unimportant" applications of, for example, market transparency mechanisms, which does not seem possible when those mechanisms apply to dynamic markets over long periods of time. Moreover, it seems obvious that, if the securities legislation of the 1930s had been drafted using the vocabulary and approach of the CMSA, we could have exactly the same securities regulation that exists today, all based on designations of systemic importance.

In summary, the Canadian OTC derivatives provisions and most, if not all, existing securities regulation deal with matters that could be designated as systemically important under the CMSA.

[460] Such as: market transparency; regulation of intermediaries; protection of customer property; surveillance and enforcement.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

(d) What kinds of regulations are authorized by the CMSA?

The CMSA says regulations may "prescribe requirements, prohibitions and restrictions" for designated entities, products or practices.[461] The CMSA includes illustrative lists of subjects described in the marginal note as "content of regulations".[462] The listed contents are worded broadly and, again, they use largely the same vocabulary and appear to be a condensation of descriptions by SSBs and Canadian securities regulators, as illustrated by Table 5 below.

TABLE 5

	Content of regulations under CMSA							
	Risk management, internal controls	Transparency	Governance	Capital, leverage, financial resources	Business continuity, recovery, winding up	Disclosure	Margin, collateral, credit protection, position limits	Liquidity
CMSA s. 11 Trade Repositories	●					●		
CMSA s. 19 Trading facilities		●	●	●	●			
CMSA s. 21 Clearing houses	●	●	●	●	●		●	
CMSA s. 24 Credit rating organizations	●		●			●		
CMSA s.26 Benchmarks			●		●			
CMSA s.28 Capital Market Intermediaries	●		●	●	●	●		●
CMSA s.31 Products	●	●		●		●	●	●
CMSA s.33 Practices	●	●	●	●		●	●	

[461] CMSA, *supra* note 419 at s. 11(3), s. 19, s. 21, s. 24, s. 26, s. 28, s. 31, and s. 33.
[462] *Ibid.*

Most of these CMSA sections also include subjects specific to the type of entity, product or practice, as shown in the following table.

TABLE 6

	Specific subjects listed
CMSA s. 11 Trade Repositories	*(b)* access to their services; and *(c)* reporting to the Chief Regulator.
CMSA s. 19 Trading facilities	*(c)* trading rules and related controls on trading facility or their participants;
CMSA s. 21 Clearing houses	*(c)* the timeliness of the clearing or settlement of trades; *(e)* policies and procedures for defaults by their members or counterparties;
CMSA s. 24 Credit rating organizations	*(d)* conflicts of interest; *(e)* policies, procedures and standards for the development and application of methodologies for determining credit ratings;
CMSA s.26 Benchmarks	*(a)* submissions of information for the purpose of determining them; *(b)* their design, determination and dissemination; *(e)* any other aspects of benchmark administration;
CMSA s.28 Capital Market Intermediaries	*(g)* activities that pose a systemic risk related to capital markets;
CMSA s.31 Products	(*a*) trading on a trading facility; (*b*) clearing and settlement; (*e*) the method or process used to price or value the securities or derivatives; (*f*) rates, indices or other underlying interests of a derivative; (*k*) the retention of credit or investment risk;
CMSA s.33 Practices	[none]

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

The following Table shows some existing or proposed securities regulations that could be replicated by regulations under the CMSA.

TABLE 7

	Existing/proposed regulations
CMSA s. 11 Trade repositories	*Regulation 91-507 respecting trade repositories and derivatives data reporting* and proposed similar provisions[463]
CMSA s. 19 Trading facilities	NI 21-101 *Marketplace Operation*; NI 23-101 *Trading Rules*; NI 23-103 *Electronic Trading And Direct Electronic Access To Marketplaces*; NI 24-101 *Institutional Trade Matching and Settlement*; and the proposed regulatory framework for derivatives trading facilities[464]
CMSA s. 21 Clearing houses	NI 24-102 *Clearing Agency Requirements*; and the proposed Customer Clearing Rule[465]
CMSA s. 24 Credit rating organizations	NI 25-201 *Designated Rating Organizations*
CMSA s.26 Benchmarks	None
CMSA s.28 Capital Market Intermediaries	NI 31-103 *Registration Requirements, Exemptions, and Ongoing Registrant Obligations*; NI 33-105 *Underwriting Conflicts*; NI 33-109 *Registration Information*; and the proposed registration regime for key derivatives market participants[466]
CMSA s.31 Products	All of the above; existing rules relating to "Distribution Requirements", "Ongoing Requirements for Issuers and Insiders", and "Investment Funds"; and proposed NI 94-101 *Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives*[467]
CMSA s.33 Practices	All of the above

The list of potentially replicated regulations is illustrative, not exhaustive, and assumes the prerequisite designation of systemic importance under the CMSA. If we assume that all components of existing securities regulation are potentially subject to designation under the CMSA, as discussed above, then CMSA regulations could replicate all existing securities regulation.

[463] Described *supra* at 85-88.
[464] Described *supra* at 110-113.
[465] Described *supra* at 97-103.
[466] Described *supra* at 103-109.
[467] Described *supra* at 88-97.

(i) Regulation of benchmarks

As shown in Table 7 above, the only regulations purportedly authorized by the CMSA with no existing provincial counterpart are those relating to benchmarks. That is because, historically, benchmarks were not regulated, directly, by anyone. That has recently begun to change, as described below, and it is therefore not clear to what extent the CMSA may overlap with securities regulation in this area.

CMSA section 26 refers to regulations in relation to:

(*a*) submissions of information for the purpose of determining them;
(*b*) their design, determination and dissemination;
(*c*) plans for continuity, recovery and cessation;
(*d*) governance, compliance and accountability; and
(*e*) any other aspects of benchmark administration.[468]

The vocabulary of CMSA section 26 evidently draws upon IOSCO's 2013 *Principles for Financial Benchmarks*[469] and the preceding IOSCO Consultation Report.[470] The IOSCO Principles were developed in response to enforcement actions in 2011-12 regarding attempted manipulation of major interest rate benchmarks.[471] The IOSCO Consultation Report noted that:

> A review of the Benchmarks considered by the [IOSCO] Task Force reveals that typically neither the act of submission nor the Administrator that constructs the Benchmark is currently subject to direct regulatory oversight. Although in many instances the Submitters and/or Administrators may be part of regulated institutions, it does not appear that the specific Benchmarking activities are explicitly subject to direct regulation.[472]

The IOSCO Consultation Report considered various options for enhanced oversight of benchmark activities, including: the development of a Self-Regulatory Organization; direct regulation of submission, submitters and/or benchmark administrators; regulation of use (e.g. prospectus requirements); regulatory power over the listing of securities and derivatives; and enforcement and market abuse powers.[473] It also suggested the need to draw "regulatory distinctions" based on the regulatory status of: those who submit data to benchmark administrators; the administrators themselves; and the underlying

[468] CMSA, *supra* note 419 at s. 26.
[469] IOSCO Benchmark Principles, *supra* note 231.
[470] IOSCO, *Financial Benchmarks* - Consultation Report, January 2013 (IOSCO Benchmark Consultation), online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD399.pdf.
[471] *Ibid* at 5.
[472] *Ibid* at 29.
[473] *Ibid* at 29-34.

market upon which a benchmark may be based.[474] The IOSCO Principles noted that "[c]ommenters generally supported IOSCO's proportionate approach to the application of the principles and cautioned against any attempt to find a *one-size-fits-all* approach for the wide and diverse universe of indices and Benchmarks."[475]

IOSCO's 2015 *Review of the Implementation of IOSCO's Principles for Financial Benchmarks* was "intended to provide high level information about the extent of the voluntary market adoption of the Principles".[476] It showed widespread efforts to implement the Principles with the highest level of compliance being reported by administrators of equity benchmarks.[477] It reported that benchmark administrators often apply "proportionality", for example, by not requiring a Submitter Code of Conduct in the case of equity benchmarks or where the data provided is primarily from regulated exchanges."[478]

The 2015 *Review* did not assess the role of regulation in this area, but described it as follows:

> This Report seeks only to evaluate the implementation of the Principles by individual Administrators. The Final Report did however state that "*IOSCO members should encourage implementation of the Principles including through regulatory action where appropriate"*, noting that the majority of IOSCO members do not currently regulate Benchmark Administration or Submission. The Task Force recognises that, while the Principles do not require regulatory action, some IOSCO members have acted to encourage implementation of the Principles, through legislation or other means.[479]

The European Commission recently announced that it had adopted a proposal for regulation of benchmarks, which will be presented to the European Parliament.[480] In Canada, some jurisdictions have amended their securities legislation to prohibit manipulation of benchmarks,[481] and all jurisdictions already have general powers that

[474] *Ibid* at 34-5.
[475] IOSCO Benchmark Principles, *supra* note 231 at 39.
[476] IOSCO, *Review of the Implementation of IOSCO's Principles for Financial Benchmarks*, February 2015, online: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD474.pdf at 5.
[477] *Ibid* at 8.
[478] *Ibid* at 11.
[479] *Ibid* at 4. Indications that some jurisdictions are considering direct regulation of benchmarks
[480] European Commission – Statement, *Financial benchmarks: Commission welcomes agreement on new rules to prevent manipulation*, November 25, 2015, online: http://europa.eu/rapid/press-release_STATEMENT-15-6169_en.htm?locale=en.
[481] See: note 231 and accompanying text *supra*; and IOSCO Benchmark Principles, *supra* note 470 at 7-8.

give regulators some indirect control over the use of benchmarks,[482] but no public proposals to directly regulate the administration of benchmarks in Canada. In the absence of specific proposals, it is speculative to consider whether such regulation would properly fall within the authority of securities regulators or other financial sector regulators.[483]

(e) Summary

The Canadian OTC derivatives provisions have been explicitly described in terms of systemic risk and systemic importance, so it seems beyond question that the entities, products and practices addressed by those provisions could all be designated as systemically important under the CMSA, and those provisions could be replicated by regulations made under the CMSA. Although there has been relatively little discussion of existing components of securities regulation in terms of systemic risk or systemic importance, the reduction of systemic risk has always been an integral part of existing securities regulation, and the regulatory mechanisms being used to reduce systemic risk in the Canadian OTC derivatives provisions are the same mechanisms used historically by securities regulation for the same purposes. Most, if not all, existing securities regulation therefore deals with matters that could be designated as systemically important under the CMSA, and replicated by regulations made under the CMSA.

[482] *Ibid* at 32-4, describing the use of prospectus and listing requirements. In the case of a benchmark administered in a "rogue jurisdiction", another jurisdiction could prevent the listing, trading or clearing of any security or derivative using such a benchmark, by any person located or regulated in the domestic jurisdiction, by imposing national treatment as described under the heading "Can systemic risk be exported" *supra* at 27.

[483] For example: a securities regulator might have authority to regulate the administrator of an equity benchmark if the administrator is a regulated exchange (see IOSCO Benchmark Consultation, *supra* note 470 at 23); a banking regulator might have authority to regulate the administrator of an interest-rate benchmark if the administrator is a regulated bank (*ibid*); or the administrator could itself be a public body, such as a central bank.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

6. CONCLUSION

I was asked to describe three things: legislative facts illustrating the purpose and background of securities regulation intended to reduce systemic risk; how such regulation applies to cross-border transactions; and the purported scope of the CMSA.

It is necessary to speculate about the scope of the CMSA, but it seems clear that the CMSA purports to authorize regulations replicating the OTC derivatives provisions and most, if not all, existing securities regulation. The CMSA's definition of "systemic risk related to capital markets" and its approach to designation of an entity, product or practice as "systemically important" are basically the same as those used by SSBs and Canadian securities regulators. The CMSA, however, uses designations of systemic importance for a significantly different purpose – to define the jurisdictional scope of the legislation. In effect, the CMSA takes the economic/regulatory definitions of systemic risk and systemic importance used by SSBs and Canadian securities regulators, and converts them into constitutional definitions by attaching constitutional significance to designations of systemic importance.

The bulk of my evidence focuses on actual examples of regulation intended to reduce systemic risk, such as the Canadian OTC derivatives provisions. It describes how the OTC derivatives provisions, developed as part of a global initiative to reduce systemic risk, will apply to cross-border transactions in exactly the same way that securities regulation has applied to cross-border transactions historically. As with securities, jurisdictions can avoid importing systemic (or other) risk by imposing strict national treatment on undesirable foreign entities, products or activities. However, most regulatory efforts have been directed towards mutual reliance and substituted compliance – areas where Canada has excelled historically – and the OTC derivatives provisions use the same mechanisms used in existing securities regulation.

The main point of my evidence has been to describe legislative facts illustrating the purpose and background of securities regulation intended to reduce systemic risk. My evidence suggests that the OTC derivatives provisions and existing securities regulation share essentially identical legislative facts, purposes and background, and that the new provisions are evolutionary, not revolutionary, steps in securities regulation.

The OTC derivatives provisions deliberately use the same regulatory mechanisms to achieve the same regulatory objectives (protecting investors; ensuring that markets are fair, efficient and transparent; and reducing systemic risk) in the particular context of OTC derivatives markets. The fact that the new provisions use mainstream securities regulatory mechanisms (such as: market conduct and enforcement; transparency; segregation and portability of client assets; registration requirements; and regulation of

trading facilities) basically affirms that those mechanisms have been effectively reducing systemic risk since long before the term was invented.

Although described in the new vocabulary of systemic risk and systemic importance, the OTC derivatives provisions are essentially the same as existing securities regulation. They reduce systemic risk by regulating the property, contractual and civil rights of persons involved in derivatives transactions in the same way that existing securities regulation regulates securities transactions.

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

SCHEDULE A – ACRONYMS

Acronym	Definition
AB	Alberta
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
AIG	American International Group, Inc.
AMF	Autorité des marchés financiers
ASC	Alberta Securities Commission
ATS	Alternative trading systems
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision (BIS)
BC	British Columbia
BCSC	British Columbia Securities Commission
BIS	Bank for International Settlements
BoC	Bank of Canada
CCP	Central counterparty
CDIC	Canadian Deposit Insurance Corporation
CDS	Credit Default Swap
CFTC	Commodity Futures Trading Commission (US)
CGFS	Committee on the Global Financial System
CIPF	Canadian Investor Protection Fund
CMRA	Capital Markets Regulatory Authority
CMSA	Capital Markets Stability Act
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures (BIS)
CPSS	Committee on Payment and Settlement Systems (BIS)
CSA	Canadian Securities Administrators
CSD	Central Securities Depository
CSR	Canadian securities regulators
CSS	Clearing and Settlement Systems
DMI	Derivative Market Intermediary
DTF	Derivatives Trading Facility
ESRB	European Systemic Risk Board

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

Acronym	Definition
EU	European Union
FCAC	Financial Consumer Agency of Canada
FISC	Financial Institutions Supervisory Committee (Canada)
FMI	Financial Market Infrastructure
FSAP	Financial Sector Assessment Program
FSB	Financial Stability Board
HFT	High-Frequency Trading
HoA	Heads of Agencies (Canada)
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IASB	International Accounting Standards Board
IIROC	Investment Industry Regulatory Organization of Canada
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
NB	New Brunswick
NS	Nova Scotia
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OPSR	Objectives and Principles of Securities Regulation (IOSCO)
OSC	Ontario Securities Commission
OSFI	Office of the Superintendent of Financial Institutions (Canada)
OTC	Over-the-counter
OTCDWG	OTC Derivatives Working Group (Canada)
PCC	Policy Coordination Committee (CSA)
PCSA	Payment Clearing and Settlement Act (Canada)
PFMI	Principles for financial market infrastructures (CPSS-IOSCO)
SK	Saskatchewan
SEC	Securities and Exchange Commission (US)
SRC	Systemic Risk Committee (CSA)
SSB	Standard-setting body
TR	Trade repository

a) Rapport d’expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

Acronym	Definition
TSX	Toronto Stock Exchange
UK	United Kingdom
US (U.S.)	United States

a) Rapport d'expert de M. Eric Spink, Securities regulation and systemic risk

---

SCHEDULE B – BIOGRAPHICAL NOTES

Eric Spink, QC

Mr. Spink is a lawyer in private practice in Edmonton. From 2006-10 he was an Executive Director with Alberta Finance where he helped develop and implement the "passport system" of securities regulation. Mr. Spink was Director of Enforcement at the Alberta Securities Commission from 1988-90 and then served as Member and Vice Chair of the Commission from 1995-2003. Mr. Spink led a major property-law reform project which produced harmonized Securities Transfer Acts implemented across Canada (except PEI). He was a member of the Canadian delegation to the Hague Conference on Private International Law which produced the 2002 Hague Securities Convention. In 2010 he wrote four reports that were filed in evidence by Alberta in the references to the Québec and Alberta Courts of Appeal and the Supreme Court of Canada regarding the constitutionality of the proposed federal *Securities Act*.

b) Curriculum vitae de M. Eric Spink

Eric Spink, QC

Curriculum Vitae

January 2016

Education

University of Alberta, Edmonton
B.A. (with distinction) 1975
LL.B. 1978

Canadian Securities Course (honours) 1989

Professional and Employment Experience

- Admitted to the Alberta Bar in 1979
- Private practice of law in Edmonton from 1979 to September 1988

September 1988 - September 1990

- Director, Market Standards with the Alberta Securities Commission (ASC); responsible for all investigations and enforcement proceedings, including administrative hearings before the Commission and referrals for prosecutions in Provincial Court under the Securities Act
- Member of the ASC's Management Committee and Legislative Review Committee
- Chair of the Canadian Securities Administrators (CSA) Enforcement Subcommittee

September 1990 - September 1997

- Counsel with the Alberta Law Reform Institute, University of Alberta
- Assumed conduct of a project to respond to reform proposals received from the Canadian Depository for Securities Limited to reform the law governing transfers and pledges of securities

- 1993: completed Report No. 67 – Transfers of Investment Securities and began leading a Uniform Law Conference of Canada project to develop a Uniform Securities Transfer Act
- Appointed a part-time Member of the ASC in August 1995 and a full-time member in October 1997

October 1997 – January 2003

- Appointed Vice Chair of the ASC in 1998; chaired Commission panels conducting quasi-judicial hearings under the Securities Act; chair or member of CSA Committees dealing with take-over bids, nominee accounts, exchange restructuring, alternative trading systems, and T+1 settlement
- January 1998: appointed chair of the CSA Uniform Securities Transfer Act Task Force to develop uniform, modernized securities settlement and secured lending rules
- Served as a member of the Canadian (federal) delegation to the Special Commission of the Hague Conference on Private International Law which developed the Hague Securities Convention signed December 13, 2002.

February 2003 – June 2006

- Private practice of law in Edmonton
- Consultant to the Ontario Securities Commission on the CSA Uniform Securities Transfer Act Task Force
- Consultant to Alberta Ministry of Finance on Council of Ministers of Securities Regulation and Task Force on Securities Regulation and Reform
- Public Member of the Hearing Committee of the Alberta District Council of the Investment Dealers Association, chairing Hearing Panels conducting enforcement hearings under IDA By-law 20

June 2006 – April 2010

- Alberta Finance and Enterprise, Financial Sector Regulation and Policy
- Executive Director, Policy and Strategic Planning (June 06 – February 07); Executive Director, Capital Markets Policy (March 07 – December 08); Associate Deputy Superintendent, Insurance Regulation and Market Conduct (January 09 – April 10)
- 2008: appointed Queen's Counsel

- Until December 2008: member of the Task Force on Securities Regulation and Reform, reporting to the Council of Ministers of Securities Regulation, developing and implementing the Passport System of securities regulation

May 2010 – present

- Private practice of law in Edmonton
- Consultant to counsel for the Government of Alberta in the 2011 references re: the constitutionality of the proposed federal *Securities Act* (References)
- Prepared four Expert Reports filed in evidence in the References before the Québec Court of Appeal, Alberta Court of Appeal and Supreme Court of Canada
- Since June 2013, Public Member of the Hearing Committee of the Alberta District Council of the Investment Industry Regulatory Organization of Canada, chairing Hearing Panels conducting enforcement hearings under Dealer Member Rule 20
- Since July 2013, member of the Consumer and Investor Advisory Council, Ombudsman for Banking Services and Investments

Other

- From 1998 to 2014, I was a director and, since 2005, Chair of the Alberta Capital Market Foundation, a not-for-profit corporation that funded projects to educate the public and entrepreneurs about investing and capital formation.

Selected Publications and Presentations

- *Transfers of Investment Securities*, Alberta Law Reform Institute Report No. 67, June 1993
- "Can the Law Catch Up to Securities Market Practices? Verdun v. Toronto Dominion Bank" (1997) 12 Banking & Finance Law Review 439
- "Securities Transfers in the Modern Market" Queen's Annual Business Law Symposium, Kingston, Ontario, November 1997
- "The Influence of UCC Article 8 on Canadian Securities Transfer Law: Is There Room For A Canadian Dialect in Global Commercial Language?" Canadian Institute for the Administration of Justice—Legislative Drafting in the Global Village, Ottawa, Ontario, November 2000 (paper available through CIAJ at: http://www.ciaj-icaj.ca/en/publications/papers-a-articles/legislative-drafting)

b) Curriculum vitae de M. Eric Spink

- "The Uniform Securities Transfer Act: Globalized Commercial Law For Canada" with Maxime A. Paré (2004) 19 Banking & Finance Law Review 321
- Presenter: "The Securities Transfer Act—Fitting New Concepts In Canadian Law" 36th Annual Workshop on Commercial & Consumer Law, Banff, Alberta, October 27, 2006—paper subsequently published in (2007) 45 Can. Bus. L.J. 167.
- "The New Securities Transfer Act, 2006: What It Will Mean to Your Practice" Joint Program of the Law Society of Upper Canada and Ontario Bar Association, Toronto, Ontario, November 20, 2006
- Legal Education Society of Alberta, Advanced Personal Property Law Program, *Securities Transfer Act*, presented in Edmonton (October 2006) and Calgary (March 2007)
- Presenter: "Judicial and Other Responses to the Federal Securities Draft Legislation References" 41st Annual Workshop on Commercial & Consumer Law, University of Toronto, October 14, 2011.
- "Reacting to the Status Quo in Securities Regulation" (2012) 52 Can. Bus. L.J. 182
- FP Comment, "Our securities model works", *Financial Post* (26 March 2013), online: http://business.financialpost.com/fp-comment/our-securities-model-works
- FP Comment, "Flaherty's national regulator threat", *Financial Post* (6 June 2013), online: http://business.financialpost.com/fp-comment/flahertys-national-regulator-threat
- "Federalism and Securities Regulation in Canada" Chapter 8 in N. Verelli, ed. *Canada: The State of the Federation 2011 – The Changing Federal Environment: Rebalancing Roles?* (Kingston and Montréal: McGill-Queen's University Press, 2014)
- Presenter: "Securities Advocacy" at The Advocates' Society's *Securities Litigation Across Canada* Toronto, May 26, 2015
- FP Comment, "Why Alberta's new NDP premier Rachel Notley is not for a national regulator" *Financial Post* (24 June 2015), online: http://business.financialpost.com/fp-comment/why-albertas-new-ndp-premier-rachel-notley-is-not-for-a-national-regulator

Onglet 23

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

---

UNE ANALYSE DE L'ÉBAUCHE DU PROJET FÉDÉRAL DE LOI SUR LA STABILITÉ DES MARCHÉS DE CAPITAUX SOUS L'ANGLE DU RISQUE SYSTÉMIQUE

Jean-Marc Suret, Ph.d

2 février 2016

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Table des matières

SOMMAIRE i

1. Introduction 1

2. Le système financier 5

2.1 La perspective classique 5

2.2 Le système bancaire canadien 9

2.2.1 Vue d'ensemble 9
2.2.2 Les institutions de dépôt 10
2.2.3 L'assurance-dépôts 13
2.2.4 La Banque du Canada et le prêt de dernier ressort 14
2.2.5 La Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) 15

2.3 Le secteur des assurances 17

2.4 Les infrastructures de marché financier et leur réglementation 18

2.4.1 Les systèmes de paiement 19
2.4.2 Les contreparties centrales 20
2.4.3 Les systèmes de règlement des opérations sur titres 22
2.4.4 Les dépositaires centraux 22
2.4.5 Les référentiels centraux 23

2.5 Le Contrôle et la réglementation des institutions et infrastructures 23

2.5.1 Le Bureau du surintendant des institutions financières 23
2.5.2 La Banque du Canada 24
2.5.3 Le ministère des Finances du Canada 25
2.5.4 Le secteur de l'assurance 25
2.5.5 La réglementation des infrastructures de marché 27

2.6 Les marchés des valeurs mobilières 30

2.6.1 Vue d'ensemble 30
2.6.2 Les bourses 33
2.6.3 La réglementation des valeurs mobilières 34

3 Évolution du système financier, système bancaire parallèle et risque systémique 38

3.1 L'évolution récente du système financier 38

3.2 Les modifications de l'intermédiation 40

3.3 Les gouvernements et le système bancaire parallèle 44

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

3.4 L'importance du système bancaire parallèle 45

3.5 Le risque systémique 47

3.6 De l'origine des crises systémiques 50

3.7 Les implications en matière de réglementation 51

3.7.1 Coordination internationale en matière de réglementation financière 52
3.7.2 Approche macroprudentielle 54
3.7.3 La désignation des entités à risque systémique 60
3.7.4 La CFG et les banques canadiennes 61
3.7.5 La CFG et le secteur de l'assurance 62
3.7.6 La CFG et la titrisation au Canada 62
3.7.7 Implications et actions en matière de réglementation des valeurs mobilières 63

4 Les éléments de risque systémique classiques au Canada 66

4.1 Vue d'ensemble 66

4.2 La politique macroprudentielle 67

4.3 Les éléments d'importance systémique classiques 68

4.4 Les infrastructures de marché financier 70

5 Système bancaire parallèle, risque systémique et réglementation au Canada 71

5.1 Vue d'ensemble 71

5.2 La titrisation 75

5.2.1 Description 75
5.2.2 La titrisation des hypothèques 75
5.2.3 La titrisation non hypothécaire 77
5.2.4 Les risques systémiques associés à la titrisation 78
5.2.5 Comportement durant la crise 79
5.2.6 Situation au Canada 86
5.2.7 Encadrement et réglementation au Canada 87
5.2.8 Conclusion 90

5.3 Les opérations de pensions sur titres 91

5.3.1 Description 91
5.3.2 Comportement durant la crise 92
5.3.3 Situation au Canada 94
5.3.4 Encadrement et réglementation au Canada 94
5.3.5 Conclusion 97

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

5.4 Les fonds d'investissement 98

5.4.1 Description 99
5.4.2 Comportement des fonds durant la crise 101
5.4.3 Situation au Canada 103
5.4.4 Encadrement et réglementation au Canada 104
5.4.5 Conclusion 108

5.5 Les organismes de placement collectif du marché monétaire 109

5.5.1 Description 109
5.5.2 Comportement durant la crise 110
5.5.3 Situation au Canada 112
5.5.4 Encadrement et réglementation au Canada 113
5.5.5 Conclusion 114

5.6 Les fonds négociés en Bourse 115

5.6.1 Description 115
5.6.2 Comportement durant la crise 116
5.6.3 Situation au Canada 117
5.6.4 Encadrement et réglementation 118
5.6.5 Conclusion 120

5.7 Les fonds de couverture 121

5.7.1 Description 121
5.7.2 Comportement durant la crise 123
5.7.3 Situation au Canada 125
5.7.4 Encadrement et réglementation au Canada 127
5.7.5 Conclusion 129

5.8 Les intermédiaires non bancaires 130

5.8.1 Description 130
5.8.2 Comportement durant la crise 131
5.8.3 Situation et importance au Canada 132
5.8.4 Encadrement et réglementation au Canada 133
5.8.5 Conclusion 134

5.9 Les dérivés hors cote 134

5.9.1 Description 134
5.9.2 Comportement durant la crise 136
5.9.3 Importance au Canada 139
5.9.4 Encadrement et réglementation au Canada 141
5.9.5 Conclusion 143

5.10 Les agences de notation 144

5.10.1 Description 144
5.10.2 Comportement durant la crise 145

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

5.10.3 Situation au Canada 147
5.10.4 Encadrement et réglementation au Canada 147
5.10.5 Conclusion 150

6 Le contrôle du risque systémique au Canada 151

7 Conclusion 178

Annexe 1 – Liste des sigles 1

Annexe 2 – Notes biographiques 1

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

SOMMAIRE

Le projet fédéral-provinces et territoires participants de régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux vise le remplacement des autorités en matière de valeurs mobilières de cinq provinces et un territoire par une autorité centrale de réglementation des marchés des capitaux (l'autorité centrale) à laquelle se joint le gouvernement du Canada. Celle-ci, entre autres, appliquera un ensemble unique de règlements conçus pour protéger les investisseurs, promouvoir des marchés des capitaux efficaces et gérer le risque systémique. Le gouvernement fédéral propose que soit adoptée par le Parlement une *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* (LSMC) dont seule une ébauche a été rendue publique en septembre 2014. Ses objectifs sont de promouvoir et protéger la stabilité et l'intégrité du système financier canadien par la gestion des risques systémiques liés à ces marchés et de protéger ces marchés contre les crimes financiers.

Le préambule de la LSMC défend que : « les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète […], qu'il est souhaitable de coordonner les mesures de réglementation fédérales et provinciales des marchés des capitaux. »

Ce rapport est dédié à l'analyse du projet de LSMC, sous l'angle du risque systémique, puisque le projet vise essentiellement les entités du système financier réputées influencer ce risque. Nous établissons une distinction entre le système financier classique, dominé par les banques, principal vecteur du risque systémique, et le système bancaire parallèle, désigné par d'aucuns comme un vecteur additionnel du risque systémique. Le système financier canadien est particulier, selon quatre dimensions que nous détaillons. Il est en premier lieu extrêmement concentré. Un petit groupe de conglomérats de grande taille gère une très grande partie des activités de banque, d'assurance, de courtage et de titrisation. Ces conglomérats sont à bien des égards supervisés par le gouvernement

fédéral. En second lieu, le système bancaire parallèle y est peu développé : les intermédiaires non bancaires, les fonds de couverture, et ceux du marché monétaire sont relativement peu présents. Troisièmement, l'encadrement du secteur des prêts hypothécaires et la transformation de ces prêts en valeur mobilières, soit la titrisation, est fortement encadrée et assurée au niveau fédéral. Ce secteur est le plus souvent associé à la crise financière mondiale des années 2007 à 2009 aux États-Unis. Quatrièmement, plusieurs secteurs font l'objet d'une supervision coordonnée entre le gouvernement fédéral et les organismes provinciaux en valeurs mobilières. Les analyses qui reposent sur le marché américain sont donc largement inapplicables dans le contexte canadien.

Le gouvernement fédéral, via la Banque du Canada et le Bureau du surintendant aux institutions financières notamment, dispose de pouvoirs et ressources considérables en matière de surveillance et de contrôle du risque systémique. Il est en mesure d'appliquer une surveillance de nature macroprudentielle via la Banque du Canada et affirme explicitement le faire. Cette surveillance prend en considération l'accumulation des risques au niveau de l'économie et non de chacune des institutions. Le gouvernement fédéral dispose déjà de leviers puissants pour limiter les risques qu'il décèle, soit via le marché des prêts hypothécaires qu'il contrôle et garantit largement, soit par le contrôle direct sur les grandes banques qui relèvent de sa compétence, soit par des interventions sur certains systèmes de compensation et de règlements qui ont été désignés au terme de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements.*

Les composantes du système bancaire parallèle peuvent agir comme des courroies de transmission qui propagent les problèmes nés le plus souvent du système bancaire vers les autres composantes du secteur financier et de l'économie réelle. Dans certains cas, des composantes telles que le marché des dérivés hors cote permettent aux entités bancaires d'accroître et de cacher les risques assumés. Nous avons donc passé en revue chacune des entités du système bancaire parallèle au Canada. Sur la base de leur importance économique, de leur comportement durant la crise de 2007-2009 et selon les écrits de la Banque du Canada, aucun ne présente de dimension systémique. Il y a à cela deux raisons principales. Premièrement, ces entités sont de petite taille. Sur 19 pays analysés par le Conseil du risque systémique, le Canada se situe au 18^{e} rang en ce qui concerne

l'importance et les menaces systémiques induites par le système bancaire parallèle. Deuxièmement, les titres qui y sont échangés sont, en majorité, émis ou garantis par les gouvernements. Au Canada, 60 % des activités du système bancaire parallèle relève de la titrisation des hypothèques qui sont garanties par le gouvernement. Selon la Banque du Canada, la part importante des instruments assortis d'une garantie explicite de l'État contribue à atténuer les menaces potentielles à la stabilité financière du pays. Nous avons analysé le secteur du papier commercial, le seul segment du système bancaire parallèle touché pendant la crise. Nous avons montré que cet épisode n'avait pas eu de caractère systémique au Canada, et qu'il avait trouvé une solution qui a permis aux investisseurs de ne pas subir de pertes significatives.

Bien que la gestion du risque systémique relève essentiellement des régulateurs centraux, les organismes de réglementation en valeurs mobilières ont également un rôle à jouer en ce domaine, particulièrement au niveau microprudentiel. Les créances initialement cédées par les banques sont transformées, structurées et deviennent des valeurs mobilières. Ces valeurs font l'objet d'échanges entre autres sur diverses bourses et divers systèmes de négociation. Ces bourses et ces systèmes ainsi que les valeurs mobilières relèvent de la réglementation des provinces, ce qui inclut notamment les organismes de placement en valeurs mobilières et les infrastructures de marché. Un travail important de révision des réglementations mais aussi des infrastructures, telles que les systèmes de compensation centralisés pour les titres dérivés, a donc été entrepris sous l'égide, notamment, de l'OICV. Le Canada, par ses législateurs et régulateurs provinciaux, a effectué la quasi-totalité des ajustements suggérés par les organismes internationaux. Le rapport d'évaluation du Fonds monétaire international de 2014 indique : « The Canadian framework for the regulation and supervision of securities markets demonstrates a high level of implementation of the IOSCO Principles. » Dans plusieurs secteurs, les analyses, la mise en place et la surveillance des mécanismes et des entités font l'objet d'un travail concerté entre les régulateurs provinciaux et fédéraux, dont se félicitent divers intervenants de la Banque du Canada.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Le préambule de la LSMC défend que :

« les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète [...] qu'il est souhaitable de coordonner les mesures de réglementation fédérales et provinciales des marchés des capitaux. »

Les évènements qui pourraient se dérouler sur les marchés des capitaux intérieurs ont peu de chances d'impliquer des risques systémiques importants, selon la Banque du Canada elle-même. Les événements internationaux peuvent affecter le Canada, mais le marché financier a monté sa résilience en 2007-2009; la réglementation et les infrastructures ont été renforcées. Le gouvernement fédéral dispose déjà d'outils importants et multiples de surveillance et de gestion du risque systémique. Il collabore avec les autorités provinciales dans de nombreux secteurs clés. Les autorités provinciales ont également renforcé leur niveau d'exigence réglementaire dans de nombreux domaines. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont déjà atteints dans le cadre réglementaire existant. Le projet proposé par le gouvernement fédéral duplique largement les dispositions qui sont déjà en place et qui ont montré leur efficacité.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

1. INTRODUCTION

Le projet fédéral-provinces et territoire participants de régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux (régime coopératif) énonce en date du présent rapport le remplacement des autorités en matière de valeurs mobilières de cinq provinces et un territoire par une autorité centrale de réglementation des marchés des capitaux (l'autorité centrale) mais vise à terme « l'adhésion au régime coopératif de tous les gouvernements des administrations non participantes du Canada ». Celle-ci, entre autres, appliquera un ensemble unique de règlements conçus pour protéger les investisseurs, promouvoir des marchés des capitaux efficaces et gérer le risque systémique[1]. Les provinces et territoires participants sont appelés à adopter une *Loi sur les marchés de capitaux*[2] tandis que le gouvernement fédéral, également un participant au régime coopératif, propose que soit adoptée par le Parlement une *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* (LSMC) dont seule une ébauche[3] a été rendue publique, en septembre 2014. Cette ébauche fait par ailleurs l'objet du Renvoi inscrit par le Procureur général du Québec en Cour d'appel du Québec en juillet 2015. Les objectifs de la LSMC sont :

> a) de promouvoir et protéger la stabilité et l'intégrité du système financier canadien par la gestion des risques systémiques liés à ces marchés,
>
> b) de protéger ces marchés contre les crimes financiers.

Selon le gouvernement fédéral, un risque systémique implique une menace à la stabilité ou à l'intégrité du système financier canadien. Le préambule de la LSMC défend que « les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les événements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le

---

[1] Le projet a fait l'objet du *Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux*, établi entre le gouvernement du Canada et ceux de Colombie-Britannique, de l'Ontario, de la Saskatchewan, du Nouveau-Brunswick, de l'Île-du-Prince-Édouard et du Yukon, dernière version signée portant la date du 23 juillet 2015.
[2] Nouvelle appellation de l'ébauche de projet de loi des provinces et territoire participants énoncée à la publication d'août 2015 – dans la version antérieure de 2014, cette ébauche était intitulée: *Loi provinciale sur les marchés des capitaux*.
[3] En date du présent rapport.

système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète[4] ».

Les objectifs du régime coopératif, tels que présentés sur le site qui lui est dédié[5], recoupent très largement ceux de la *Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilières* (la proposition), dont celui de créer à terme une commission unique en valeurs mobilières, qui a fait l'objet de l'opinion de la Cour suprême du Canada dans le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*[6]. Selon le *Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux,* il aura pour objet de réglementer les marchés des capitaux de façon à :

> (i) promouvoir l'efficacité et la compétitivité internationale des marchés des capitaux canadiens et faciliter la mobilisation de capitaux auprès d'investisseurs de l'ensemble du Canada et de l'étranger, grâce à des marchés plus intégrés et régis par une réglementation innovatrice, souple et adaptée aux besoins, en conformité avec des normes communes qui seront reflétées dans des instruments réglementaires élaborés en collaboration et qui feront l'objet d'une application uniforme; mieux protéger les investisseurs grâce à des activités de conformité plus cohérentes et présentes à l'échelle nationale, à une exécution de la loi plus efficace à l'égard de l'inconduite et à une coordination plus étroite avec les corps policiers et les autorités chargées des poursuites tant au Canada qu'à l'étranger;
>
> (ii) raffermir la capacité du Canada de cerner et de gérer le risque systémique à l'échelle nationale;
>
> (iii) permettre au Canada, par l'intermédiaire d'un seul nouvel organisme coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux, de jouer un rôle plus important de décision et d'influence dans le cadre des initiatives internationales de réglementation des marchés des capitaux[7] ».

---

[4] Préambule de l'ébauche de la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux*-ébauche aux fins de consultation, Ministère des finances, août 2014.
[5] Consulté le 24 novembre 2015, à http://ccmr-ocrmc.ca/au-sujet-du-regime-cooperatif/?lang=fr
[6] Afin de mettre en œuvre cette initiative le Parlement avait adopté en 2009 la *Loi sur le Bureau de transition vers un régime canadien de réglementation des valeurs mobilières* L.C. 2009, ch. 2, art. 297.
[7] Protocole d'accord, (p.2), Consulté le 27 janvier 2016 à http://ccmr-ocrmc.ca/wp-content/uploads/FRENCH-CONFORMED-CCMR-MOA-7.4-revision-2015-07-29.pdf

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Dans le projet de régime coopératif, l'emphase de l'intervention législative fédérale proposée est mise sur l'élément (iii) relatif au risque de nature systémique, (ci-après risque systémique) qui était présent, mais non prédominant dans la Proposition. En particulier, le préambule de la LSMC, sous la forme de l'ébauche aux fins de consultation d'août 2014, rendue publique en septembre 2014, mentionne que « le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète ». Cet énoncé indique que, selon la perspective du gouvernement fédéral, la surveillance actuelle est imparfaite et la réglementation du système financier incomplète. Par ailleurs, la liste des éléments d'importance systémique mentionnés dans les dispositions interprétatives fait très largement référence à ce qu'il est convenu d'appeler le financement de marché, ou encore le système bancaire parallèle (SBP ou *shadow banking*).

La *Loi sur les marchés de capitaux* et la LSMC confèrent des pouvoirs réglementaires très importants à une seule Autorité centrale. Elles réforment les lois sur les valeurs mobilières existantes des provinces participantes et créent de nouveaux pouvoirs de réglementation nationaux à l'égard du risque systémique. La LSMC confère à l'Autorité centrale de nouveaux et vastes pouvoirs lui permettant de prendre des règlements portant sur le risque systémique des intermédiaires, des entités d'infrastructure de marché, des chambres de compensation, des organismes de notation, des indices de référence, ainsi que sur les produits et pratiques que l'Autorité centrale considère comme étant d'importance systémique[8]. Grâce aux vastes pouvoirs que lui confère la LSMC en matière de réglementation des marchés des capitaux relativement au risque systémique, l'Autorité centrale pourrait imposer des exigences et des contrôles stricts à un grand nombre de participants du marché[9].

---

[8] Sous réserve du processus d'approbation par le Conseil des ministres prévu à la LSMC (art. 88 à 91).

[9] Gordon McKenna and Aaron Palmer (2015). *Refonte drastique du système financier canadien: Réglementation du risque systémique par l'Organisme coopératif de réglementation des marchés des capitaux*. Blakes Bulletin, 04-12-2014, consulté en ligne le 29 octobre 2015 à http://www.blakes.com/French/Resources/Bulletins/Pages/Details.aspx?BulletinID=398.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

La proposition de mettre en place une structure et une réglementation nouvelles destinées à gérer le risque systémique au niveau canadien mérite une analyse approfondie pour plusieurs raisons. Le système bancaire canadien a peu souffert de la crise et a été jugé très solide. Par ailleurs, selon des auteurs de la Banque du Canada, « les vulnérabilités systémiques que présente le circuit canadien du financement de marché sont relativement faibles[10] ». On peut donc se demander pour quelle raison il est essentiel de bouleverser la structure réglementaire pour faire face à des risques faibles, d'autant que le Canada et les provinces disposent déjà d'outils multiples, améliorés depuis la crise financière globale (CFG) de 2007/2009, pour faire face aux divers aspects du risque systémique, tant au niveau des institutions qu'en ce qui concerne le financement de marché. Comme l'énonce le gouverneur de la Banque du Canada, « pour mieux surveiller les éventuels risques émergents, nous disposons d'un système complet de détection qui allie une surveillance, des indications et l'application des règles[11] ».

L'objectif général de ce rapport est d'étudier dans quelle mesure ce projet d'envergure est nécessaire pour atteindre les objectifs déclarés par le gouvernement fédéral compte tenu du faible niveau de risque systémique qu'évoque la Banque du Canada, des outils de gestion du risque systémique importants dont dispose déjà le gouvernement fédéral et de ceux dont sont dotées les provinces. Nous nous attacherons en particulier à montrer comment ce projet conduit à dupliquer les mécanismes, outils et réglementations qui existent déjà, tant au niveau provincial que fédéral. En d'autres termes, nous cherchons à déterminer dans quelle mesure le projet respecte les principes énoncés par la Banque du Canada elle-même, selon lesquels la révision de la réglementation et les interventions doivent « être ciblées, de manière à viser les externalités et les risques que créent les activités du secteur parallèle, mais aussi être proportionnées aux risques pesant sur le système financier[12] ».

---

[10] James Chapman, Stéphane Lavoie and Lawrence Schembri (2011). *Le financement de marché au Canada sort de l'ombre*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 33-44., (p.40)
[11] Stephen S. Poloz – Gouverneur de la Banque du Canada : *Réflexions sur l'avenir de la finance*, Discours prononcé à New York, 11 décembre 2014, consulté sur le site de la Banque du Canada le 8 décembre 2015, à http://www.banqueducanada.ca/2014/12/reflexions-avenir-finance/
[12] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des*

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

2. LE SYSTÈME FINANCIER

2.1 La perspective classique

Le système financier permet de mettre en relation les agents économiques excédentaires en ressources (prêteurs, investisseurs) avec ceux qui sont déficitaires, qu'il s'agisse de particuliers, d'entreprises ou de gouvernements. Cette mise en relation se fait le plus souvent par des intermédiaires tels que les banques ou institutions de dépôt ou les marchés. Un système financier est donc un ensemble de règles, de pratiques, d'institutions et de produits qui permettent de mobiliser des capitaux pour les mettre à disposition d'agents ayant des besoins de financement. La plupart des activités commerciales – qu'il s'agisse d'épargner, d'emprunter, d'investir ou d'acheter et de vendre au moyen de cartes de débit et de crédit, de chèques ou de monnaie électronique - sont menées par l'entremise du système financier. Les marchés financiers permettent aux entreprises, particuliers et administrations de se financer; leur bon fonctionnement est donc nécessaire à celui de l'économie dite réelle, c'est-à-dire la production de biens et services hors de la sphère financière. Inversement, de graves perturbations du système financier peuvent influencer négativement le fonctionnement de l'économie.

La plupart des manuels décrivent les systèmes financiers comme étant composés de deux grands sous-ensembles : les institutions, dont les institutions de dépôt, et les marchés financiers[13].

Les institutions comprennent les banques, les coopératives de services financiers, caisses ou « *credit unions* », les associations coopératives de crédit, les sociétés de fiducie, les sociétés d'épargne ou sociétés de prêt ainsi qu'un ensemble d'autres institutions, dont le financement n'est pas basé sur les dépôts. Les compagnies d'assurance, les fonds d'investissement, les sociétés de financement, les caisses de retraite et les firmes de

---

risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68.

[13] Maureen Burton, Reynold F Nesiba and Bruce Brown (2015). *An Introduction to Financial Markets and Institutions, Second Edition*. New-York, Routledge.; Jeff Madura (2014). *Financial Markets and Institutions, 10th edition*. Mason, OH, South Western Cengage Learning.

courtage sont des institutions. Le rôle des institutions de dépôt est notamment d'opérer une transformation des échéances : les dépôts à court terme des déposants sont transformés en prêts à plus long terme, tels que les prêts hypothécaires. Les institutions de dépôt permettent aux déposants d'accéder rapidement aux dépôts tout en permettant le financement d'éléments d'actif peu liquides : elles permettent une transformation de la liquidité.

Nous rattachons à la catégorie des institutions les infrastructures de marché financier (IMF), qui permettent la bonne fin des transactions autant dans le système bancaire que sur les marchés des capitaux. Ces systèmes sont exploités par des entités diverses.

Les marchés financiers représentent la seconde composante du système financier. Ils étaient traditionnellement divisés en marchés des capitaux et marché monétaire. Les marchés des capitaux sont ceux où s'échangent les actions et les obligations, dans une perspective de long terme. Le marché monétaire est dédié aux opérations de court terme, dont l'échéance est égale ou inférieure à 12 mois. Les Bons du Trésor émis par les Trésors nationaux, les certificats de dépôt émis par les banques et les billets de trésorerie émis par les entreprises sont notamment échangés sur ce marché. Comme le souligne le NASDAQ ou Madura[14], les marchés des capitaux incorporent désormais, en plus des marchés des actions et obligations, le marché des hypothèques, celui des titres adossés à des créances hypothécaires et celui des titres dérivés. Le marché des actions est donc un sous-ensemble du marché des capitaux.

Selon Ross Levine[15], le système financier met essentiellement en jeu le traitement de l'information et permet, de ce fait, la baisse des coûts de transaction. Les fonctions majeures des systèmes financiers sont multiples. Ils facilitent des échanges de biens et services et permettent la mobilisation et la collecte de l'épargne, la production

[14] Voir NASDAQ, à http://www.nasdaq.com/investing/glossary/c/capital-market#ixzz3t7ilCJ81 ou Jeff Madura (2014). *Financial Markets and Institutions, 10th edition*. Mason, OH, South Western Cengage Learning.

[15] Ross Levine (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. Handbook of Economic Growth Volume 1 Philippe Aghion and Steven N. Durlauf eds., Elsevier 865-934.; voir aussi Pierre Jacquet and Jean-Paul Pollin (2007). *Systèmes financiers et croissance*. Finance et Croissance. Cercle des Economistes, Editions Descartes & Euronext at http://www.touteconomie.org/index.php?arc=dc0011.

d'information sur les investissements et l'allocation de l'épargne. Ils permettent la diversification et la gestion du risque.

Jusqu'au début des années 90, on décrivait le système financier canadien comme étant composé de quatre groupes d'institutions ou piliers soit les banques, les sociétés de fiducie, les compagnies d'assurance et les courtiers en valeurs mobilières[16]. Des organismes, le plus souvent distincts, assumaient la réglementation et la surveillance de ces groupes d'intermédiaires. L'évolution des pratiques et des modifications réglementaires ont permis une plus grande intégration des activités et ont effacé en grande partie les frontières entre ces groupes. Comme le souligne le *Group of Ten* :

> « In the last decade-and-a-half, risk distribution in the financial sector was deeply influenced by the blurring of boundaries among individual sectors, with to an increasing extent, integration of the banking, securities and insurance markets, as well as their respective products and instruments[17]. »

En plus de l'intégration grandissante des acteurs du système financier, on a assisté au développement rapide du financement des institutions par le marché. Au lieu de se financer principalement par les dépôts de particuliers, les institutions utilisent de plus en plus le financement de marché, qui met en jeu des activités et des entités qui se situent en dehors du système bancaire traditionnel. Ce mouvement vers le financement de marché s'accompagne d'un changement dans la nature des fonds utilisés notamment par les banques. Au lieu de reposer principalement sur les dépôts des particuliers, le financement des banques repose désormais davantage sur des capitaux fournis par des investisseurs institutionnels. Ce marché dit de « gros » par opposition au marché de détail fait intervenir des dépôts importants d'institutions, mais surtout des opérations qui passent par le marché des mises en pensions ou des opérations du marché monétaire. En 2008, la proportion de financement de gros des banques canadiennes se situait entre 60 et 70 %[18].

---

[16] Voir, par exemple, CFEE (1994). *Canada's Financial System*. Money and Monetary Policy in Canada. Toronto Canadian Foundation for Economic Education.
[17] Group of Ten (2001). *Report on Consolidation in the Financial Sector*. BIS, IMF and OECD disponible à: http://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/eng/.
[18] Jim Armstrong and Gregory Caldwell (2008). *Les banques et le risque de liquidité: tendances et leçons tirées des récentes perturbations*. Banque du Canada: revue du système financier

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Le passage du financement de détail au financement de marché (ou de gros) s'est accompagné d'une augmentation de la volatilité : le retrait d'un investisseur institutionnel a des effets bien plus significatifs sur une banque que celui de dizaines de petits déposants. Les banques ont également pu augmenter leurs activités en utilisant la titrisation. Il s'agit de céder des blocs de prêts transformés en produits de financement structurés, qui sont des valeurs mobilières. La titrisation induit donc un passage du financement traditionnel des banques basé sur le dépôt vers un financement basé sur les marchés financiers. Ces diverses opérations ont amené le développement d'un système de financement parallèle à celui des banques et généralement moins réglementé que ne le sont ces dernières, le SBP. Ce système permet des échanges de capitaux en dehors du cadre classique des banques[19]. Nous consacrons une section importante de ce rapport à l'émergence du SBP, à ses composantes et à sa réglementation.

En réponse à l'intégration grandissante des services financiers, certains pays ou provinces ont choisi d'intégrer les organismes de réglementation, d'autres pas. Il existe en effet des arguments favorables et défavorables à une telle intégration, à laquelle le Royaume-Uni a d'ailleurs mis fin après la CFG[20]. Dans de nombreux pays, la réglementation des valeurs mobilières est clairement séparée de la réglementation bancaire et de celle des assurances. On considérait en effet que les deux ensembles de réglementation visaient des objectifs globalement différents. L'accent était mis sur la réglementation prudentielle des banques, afin de limiter les risques de faillite bancaire pouvant se transmettre à d'autres entités lors de panique bancaire, alors que la réglementation des valeurs mobilières visait principalement à protéger les investisseurs. À la fin de ce rapport (partie 6), nous présentons les structures de surveillance et de réglementation du système financier mises

(décembre): 55-60.

[19] Voir Conseil de stabilité financière (2011a). *Shadow Banking: Scoping the Issues*. Background Note of the Financial Stability Board, 12 avril disponible à: http://www.fsb.org/2011/04/shadow-banking-scoping-the-issues/.ou James Chapman, Stéphane Lavoie and Lawrence Schembri (2011). *Le financement de marché au Canada sort de l'ombre*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 33-44.

[20] Pour une revue des arguments et de la situation dans le domaine de l'intégration de la réglementation financière dans le monde, voir Michel Flamée and Paul Windels (2009). *Restructuring Financial Sector Supervision: Creating a Level Playing Field*. Geneva Papers on Risk & Insurance - Issues & Practice 34 (1): 9-23.

en place dans la Communauté européenne, aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie après la CFG.

Nous présentons successivement ci-dessous les acteurs principaux du système financier canadien, soit les banques, le marché des valeurs mobilières, les infrastructures de marché financier et les compagnies d'assurance. Nous présentons également les organismes qui réglementent ces institutions, leurs produits et leurs services. Dans cette partie du rapport, nous nous limitons aux acteurs « classiques » les plus importants. Ceux qui sont associés au SBP et qui justifient, selon le gouvernement fédéral, la refonte de la réglementation proposée dans le régime coopératif sont étudiés dans la partie 5 de ce rapport. Seules sont mentionnées ici les institutions de grande taille puisque ce rapport traite principalement des risques systémiques, touchant l'ensemble du système financier. Les entités de grande taille sont donc directement concernées. Les organismes qui ont défini les entités du système financier qui peuvent avoir une importance systémique utilisent d'ailleurs la taille des entités comme l'un des indicatifs majeurs de risque potentiel. Les composantes associées généralement au SBP, ainsi que celles susceptibles d'être influencées par celui-ci comme les fonds communs de placement, sont présentées dans la partie 5 de ce rapport.

2.2 Le système bancaire canadien

2.2.1 Vue d'ensemble

Le secteur bancaire canadien est l'un des plus concentrés au monde. Le Fonds monétaire international (FMI) analyse les trois plus grandes institutions pour comparer la situation des pays. Il observe que les trois principales banques canadiennes détiennent plus de 60 % de l'actif total bancaire, une situation qui ne prévaut que dans trois pays. Le FMI conclut qu'un tel niveau de concentration induit potentiellement un niveau élevé de risque systémique au Canada[21]. De plus, trois autres banques jouent également un rôle très significatif au Canada. Les travaux menés par la Banque du Canada indiquent clairement que les six plus importantes banques canadiennes ont une importance

[21] Fonds Monétaire International (2014d). *Global Financial Stability Report: Moving from Liquidity- to Growth-Driven Markets*. International Monetary Fund disponible à: http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2014/01/pdf/text.pdf., p.104-106.

systémique très largement supérieure à celle des autres établissements sous réglementation fédérale et à celle des coopératives de crédit sous juridiction provinciale[22]. Les banques sont actives dans de nombreux domaines et possèdent notamment les plus importantes firmes de courtage canadiennes.

2.2.2 Les institutions de dépôt

Au Canada, le secteur bancaire se compose de six grandes banques, du Mouvement Desjardins et de nombreuses institutions de dépôts de plus petite taille. Les cinq très grandes banques sont la Banque Royale du Canada (RBC), la Banque de Nouvelle-Écosse (NSB), la Banque Toronto Dominion (Banque TD), la Banque impériale de commerce du Canada (CIBC) et la Banque de Montréal (BMO). La Banque Nationale du Canada est souvent ajoutée à ces cinq très grandes institutions. Ces six banques représentent ensemble environ 90 % de l'actif total des institutions de dépôt fédérales; cette proportion n'est que de 9,7 % aux États-Unis. Les banques à charte représentaient 84 % du total des dépôts canadien en 2014, les Caisses populaires et les coopératives de services financiers (*credit unions)* locales 14,6 %, le reste (1,4 %) provenant des sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire[23].

Les activités des grandes banques englobent l'achat et la vente d'instruments financiers, les services bancaires d'investissement, la gestion du patrimoine et l'assurance. Par exemple, la RBC était classée au sixième rang mondial des banques privées en 2013 par l'institut Scorpio avec 628,5 milliards de dollars US d'actif sous gestion[24]. À une exception près, les firmes de courtage intégrées canadiennes sont des filiales des grandes banques[25]. Ces filiales contrôleraient 90 % de l'actif des clients au détail dans les

---

[22] Éric Chouinard and Erik Ens (2013). *De l'importance systémique des institutions financières*. Banque du Canada: Revue du système financier, (décembre): 43-51. (p.48)

[23] Institut de la statistique du Québec, Valeur des dépôts auprès des institutions de dépôt, Canada, 2007-2014, consulté le 22 janvier 2016 à http://www.stat.gouv.qc.ca/statistiques/secteur-financier/marche/institutions-depot/depots_inst_depot_can_ann.htm

[24] Voir : http://www.scorpiopartnership.com/press/global-private-banking-benchmark-report-launch/

[25] Selon l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), les courtiers intégrés qui couvrent tous les aspects de l'industrie financière et offrent des produits et services à la fois au marché institutionnel et de détail sont BMO Nesbitt Burns

comptes de courtage en 2013, selon Kilzade[26]. Selon la Régie des rentes du Québec, il existait en 2013 plus de 200 firmes de courtage en valeurs mobilières au Canada. Les 10 plus importantes d'entre elles, dont 8 sont des filiales de banques à charte ou de caisses, généraient 85 % du chiffre d'affaires de l'industrie au Canada[27]. Les filiales des grandes banques représentent donc une très grande part du courtage en valeurs mobilières au Canada.

Les plus importantes sociétés de fiducie au Canada, telles que RBC Estate & Trust Services, sont également des divisions d'affaires ou filiales des grandes banques ou encore des compagnies d'assurance. Par exemple, la Banque TD est active dans le domaine des fiducies, à la suite de l'acquisition de Central Guaranty Trust en 1993 et surtout de Canada Trust Financial Services en 2000. Cette société de fiducie était alors l'une des plus importantes institutions non bancaires au Canada.

Avec 75 % de l'encours des prêts, les banques canadiennes occupent une place prédominante sur le marché canadien des prêts hypothécaires à l'habitation. Les cinq plus grandes banques représentent à elles seules 65 % de ce segment. Environ 80 % de l'ensemble des prêts hypothécaires sont octroyés par des institutions de régime fédéral régies par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF)[28]. Les banques canadiennes assument également un rôle majeur dans l'industrie des fonds d'investissement; au cours des deux mois terminés en mars 2013, elles auraient réalisé, via leurs filiales, 57 % des ventes de parts dans ce secteur; dix années plus tôt, cette proportion n'était que de 25 %, toujours selon Kilzade.

Inc., CIBC World Markets Inc., National Bank Financial Inc., RBC Dominion Securities Inc., Scotia Capital Inc., TD Securities Inc. et TD Waterhouse Canada Inc. La seule firme de courtage intégrée indépendante est Canaccord Genuity Corp.

[26] Tom Kilzade: *How the Big Six Banks won the Battle for Canadians' Wealth*, The Globe and Mail, 27 juillet 2013 consulté le 11 janvier 2016 à http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/how-the-big-six-banks-won-the-battle-for-canadians-wealth/article13467969/?page=all

[27] Régie des rentes du Québec: *Le courtage en valeurs mobilières*, consulté le 22 janvier 2016 à : http://www.rrq.gouv.qc.ca/fr/flashretraiteqc/Pages/capsule_retraite_035.aspx

[28] Allan Crawford, Césaire Meh and Jie Zhou (2013). *Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 61-72.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Le Canada dispose d'un solide secteur de coopératives financières qui englobe les caisses populaires et les coopératives de crédit, les premières étant principalement situées au Québec. En 2014, le Mouvement Desjardins compte 6 millions de membres dont 400 000 entreprises, et gère un actif de 229 milliards de dollars[29] [30]. Il se situe donc à égalité avec la sixième grande banque en importance au Canada, la Banque Nationale, qui est la principale institution bancaire au Québec, avec un actif de 214,5 milliards de dollars en janvier 2015[31], et qui compte pour sa part quelque 2,4 millions de clients.

Le Mouvement Desjardins dessert plusieurs secteurs d'affaires, dont les services aux particuliers, les services aux entreprises en matière d'opérations courantes, de placements mobiliers, de financement, de services spécialisés, d'accès aux marchés des capitaux, de capital de risque et de conseils. Il effectue la distribution des services aux grandes entreprises et aux secteurs public, parapublic et institutionnel. Il est également actif dans le domaine de la gestion du patrimoine et de l'assurance de personnes et propose une gamme de produits et services en gestion des avoirs et en sécurité financière des particuliers, des groupes et des entreprises : services conseils, produits d'assurance vie et santé, régimes d'assurance collective, épargne, courtage et placements mobiliers et immobiliers. Il est également actif dans le secteur de l'assurance de dommages. Le Mouvement Desjardins se situe au premier rang nord-américain et au cinquième rang mondial du classement 2015 des *World's 20 Strongest Banks* de l'agence financière Bloomberg[32]. En dehors du Québec, les 338 *credit unions* et caisses populaires rapportaient un actif total combiné de 187 milliards de dollars en 2015[33].

---

[29] Site du Mouvement Desjardins, consulté le 23 janvier 2016 à https://www.desjardins.com/a-propos/desjardins/qui-nous-sommes/en-chiffres/index.jsp?navigMW=mm&

[30] À moins de mention particulière, les montants rapportés sont exprimés en dollars canadiens.

[31] Résultats financiers du premier trimestre 2015, à https://www.bnc.ca/content/dam/bnc/fr/a-propos-de-nous/investisseurs/relations-investisseurs/resultats-trimestriels/comm-t1-2015.pdf

[32] Blomberg: World's 20 Strongest Banks consulté le 23 janvier 2016 à http://www.bloomberg.com/visual-data/best-and-worst//world-s-strongest-banks.

[33] Credit Union Central of Canada, consulté le 23 janvier 2016 à: http://www.cucentral.ca/SitePages/Publications/FactsAndFigures.aspx

Ce survol de l'industrie bancaire canadienne montre qu'un petit groupe d'institutions de grande taille, largement diversifiées, est responsable d'une part très importante des activités financières du pays. En plus des activités bancaires classiques comme le prêt hypothécaire, les grandes banques régies par le BSIF sont fortement impliquées dans des activités qui relèvent des valeurs mobilières comme le courtage et la vente de parts de fonds d'investissement. Elles sont également responsables d'une part importante des activités associées au SBP, soit la titrisation et les produits dérivés hors cote, étudiés à la partie 5 du rapport. Elles possèdent via leurs filiales de courtage une part importante du Groupe TMX. Elles représentent l'ensemble des institutions financières dont on peut défendre qu'elles présentent un caractère de risque systémique, d'ailleurs reconnu par le BSIF. Le Mouvement Desjardins est lui aussi largement diversifié. Toutefois, son activité en matière de titrisation est marginale. L'exposition aux actifs titrisés représentait environ 2 milliards de dollars au troisième trimestre de 2015[34]. Le Mouvement Desjardins est essentiellement assujetti à la réglementation provinciale.

2.2.3 L'assurance-dépôts

Le secteur des institutions de dépôt est associé au risque de liquidité, en raison de son activité de transformation des échéances. En cas de doute sur la solvabilité d'une institution de dépôt, les déposants ont une incitation forte à se précipiter vers les guichets bancaires pour retirer leurs dépôts. Ils savent en effet que l'institution ne conserve qu'une faible part de ces dépôts sous forme de réserves. Elle prête à moyen ou long terme la majorité des montants des dépôts à court terme. Lors de crises de confiance, les premiers déposants qui se présentent sont donc remboursés en totalité, ceux qui arrivent trop tard peuvent voir leurs dépôts bloqués. Ces cas de panique et de retraits massifs (*run*) peuvent rapidement précipiter le défaut des institutions et sont contagieuses. Elles peuvent précipiter le défaut d'une institution même si la rumeur de ses difficultés est totalement infondée. Pour éviter une telle situation, et favoriser la stabilité du système financier dans son ensemble, les gouvernements mettent en place des assureurs-dépôts. Au niveau

[34] Mouvement Desjardins, *Informations financières complémentaires (non auditées) pour la période terminée le 30 septembre 2015* à https://www.desjardins.com/ressources/pdf/d50-informations-complementaires-mcd-2015-3-f.pdf?resVer=1447443826000, tableau 8, p.13.

fédéral, la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) est l'assureur-dépôts qui assure les dépôts jusqu'à concurrence de 100 000 $ dans ses institutions membres, notamment les banques, les sociétés de fiducie et les sociétés de prêt qui sont à charte fédérale.

Au Québec, l'Autorité des marchés financiers (AMF) est l'assureur-dépôts de la province qui assure les dépôts jusqu'à 100 000 $ dans les institutions inscrites (des coopératives de services financiers, des sociétés de fiducie, des sociétés d'épargne et des assureurs). Toutes les autres provinces canadiennes offrent également un programme d'assurance-dépôts pour les institutions de dépôts de juridiction provinciale, notamment les *credit unions*.

2.2.4 La Banque du Canada et le prêt de dernier ressort

L'assurance-dépôts limite le risque de panique et de retraits massifs, mais il reste que les institutions de dépôt présentent un risque lié au désappariement entre l'actif, composé de prêts à relativement long terme, et le passif majoritairement composé de dépôts à court terme. En période de tension, les institutions de dépôt peuvent avoir besoin de liquidités ou parfois de fonds d'urgence. Les banques centrales, telles que la Banque du Canada, assument alors un rôle de pourvoyeur de liquidité et de prêteur de dernier ressort, qui permettent d'éviter que les difficultés d'une institution ne dégénèrent en crise systémique. La Banque du Canada a procédé à la mise à jour de ses politiques d'octroi d'une aide d'urgence, « de manière à tenir compte de l'évolution du système financier canadien et des enseignements tirés de la crise financière mondiale de 2007-2009 » et a procédé à une consultation sur ce sujet[35]. Selon la Banque du Canada :

> « Les mécanismes d'octroi de liquidités de la Banque sont soigneusement conçus afin de constituer des outils souples et efficaces pour promouvoir la stabilité financière, tout en étant assortis de dispositifs appropriés pour protéger la Banque contre les risques financiers et pour atténuer l'aléa moral de la part d'emprunteurs potentiels. »

[35] Voir : *Politiques d'octroi d'une aide d'urgence de la Banque du Canada*, Document de consultation de la Banque du Canada du 5 mai 2015, consulté le 22 janvier 2016 à http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2015/05/politique-octroi-aide-urgence.pdf

L'aléa moral survient lorsqu'une institution prend des risques démesurés en raison de l'existence d'un mécanisme de soutien des liquidités. Offerte dans des circonstances extraordinaires, l'aide d'urgence est conçue pour fournir des liquidités de dernier ressort à des institutions financières ou des infrastructures de marchés financiers admissibles aux prises avec de graves problèmes de liquidité[36] .» L'aide d'urgence peut représenter une « source temporaire de liquidités du secteur public permettant de soutenir les mesures globales prises par les autorités pour assurer la résolution ordonnée de l'entreprise[37] ».

2.2.5 La Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL)

Le gouvernement fédéral contrôle assez largement le niveau de risque des prêts hypothécaires. Les institutions de régime fédéral et la majorité des institutions prêteuses régies par les lois provinciales sont légalement tenues de souscrire une assurance pour les prêts dont le montant dépasse 80 % de la valeur du bien immobilier résidentiel acheté. La prime d'assurance, fixée par l'assureur, varie en fonction du rapport entre le montant du prêt et la valeur du bien. La SCHL, organisme public fédéral, assure environ 75 % des prêts hypothécaires soumis à cette obligation au Canada. Le reste est pris en charge par « deux assureurs hypothécaires dans le secteur privé, dont les portefeuilles représentent environ 25 % de l'ensemble des contrats d'assurance hypothécaire en vigueur et dont les activités sont également régies et surveillées par le BSIF[38] ». Il s'agit de Genworth Canada et de Canada Guaranty. En échange d'une prime versée par les assureurs privés, le gouvernement a étendu sa garantie aux engagements des assureurs privés (à hauteur de 90 % du montant du prêt consenti), afin de permettre à ces derniers de concurrencer la

[36] Voir *Banque du Canada : Prêteur de dernier ressort*, consulté le 22 janvier 2016 à http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/prets-de-dernier-ressort/

[37] La section 22 de la partie 4 du projet de Loi C-43 porte sur les coopératives de crédit centrales et coopératives de crédit fédérales. Le projet de loi « met en œuvre l'annonce selon laquelle le Bureau du surintendant des institutions financières mettra fin à la supervision des centrales de coopératives de crédit provinciales. Il clarifie également l'accès des centrales provinciales aux outils d'intervention fédéraux : les prêts consentis par la Société d'assurance-dépôts du Canada et l'aide d'urgence de la Banque du Canada. Sur un même ordre d'idées, le projet de loi clarifie les pouvoirs des associations fédérales existantes. » selon le Ministère des finances du Canada, Consulté le 22 janvier 2016 à http://www.fin.gc.ca/pub/c43/26-fra.asp.

[38] Allan Crawford, Césaire Meh and Jie Zhou (2013). *Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 61-72.

SCHL. Les prêts hypothécaires ainsi assurés bénéficient d'une garantie explicite du gouvernement pour les prêts hypothécaires assurés par la SCHL, et d'une garantie implicite pour les prêts assurés par les assureurs privés (jusqu'à concurrence de 90 % du montant du prêt dans ce dernier cas). Ce mécanisme présente plusieurs avantages en matière de gestion du risque bancaire, décrits ci-après.

La prime d'assurance hypothécaire est liée au risque et assumée par l'emprunteur; elle permet d'intégrer le coût du risque dans le taux effectivement payé par l'emprunteur, qui est incité à augmenter son apport. En gérant les paramètres d'admissibilité à l'assurance, tels que le ratio de la valeur au prêt ou celui du service de la dette aux revenus de l'emprunteur, le gouvernement peut gérer le niveau de risque maximal des prêts. Ces conditions d'admissibilité à l'assurance ont été resserrées à quatre reprises entre 2008 et 2012[39]. De nouveaux changements, effectifs le 15 février 2016, ont été annoncés en décembre 2015, ce qui indique que le gouvernement intervient activement pour contrôler l'éventuelle dégradation du marché des prêts hypothécaires. Par ailleurs, le montant total des prêts à risque peut être géré, puisque la valeur globale des contrats d'assurance établis dans ce cadre ne peut dépasser des limites fixées par le gouvernement. L'ensemble de ces conditions assure qu'on ne dépasse pas les limites tolérables de risque de ce marché, fixées par le gouvernement. La situation canadienne diffère donc significativement de celle qui prévalait aux États-Unis avant la crise. Dans ce pays, de nombreux prêts à risque (*subprimes*) ont été accordés à partir des années 2000 à des ménages qui ne remplissaient pas les conditions pour souscrire un emprunt immobilier classique. Les emprunts étaient gagés sur la valeur des habitations, qui augmentait alors régulièrement, et étaient assortis de conditions de refinancement défavorables. L'éclatement de la bulle immobilière et la remontée des taux à la fin de 2006 ont fait que les emprunteurs, souvent de condition modeste, n'étaient plus capables de rembourser leurs prêts. Les nombreux défauts sur prêts se sont transmis au reste du système financier en raison de l'utilisation massive de la titrisation par les institutions qui finançaient ces prêts à risque.

[39] Allan Crawford, Césaire Meh and Jie Zhou (2013). *Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 61-72.

Il est important de souligner cette différence entre les marchés financiers canadien et américain. Cette différence est cruciale en matière de risque systémique et de comportement du SBP. Comme le souligne Crawford et al., pendant la crise « le cadre prudentiel et les critères minimaux d'admissibilité à l'assurance prêt hypothécaire ont favorisé la résilience du marché hypothécaire canadien ».

2.3 Le secteur des assurances

Le secteur des assurances au Canada comprend le secteur de l'assurance de personnes et le secteur de l'assurance de dommages. Dans son ensemble, le secteur des assurances compte pour environ 16 % des actifs du secteur financier.

Le secteur de l'assurance de personnes, qui comprend notamment les assurances maladie (complémentaires privées), complémentaires privées, les rentes ainsi que les assurances-vie, est très concentré au Canada. Les trois principaux conglomérats représentent environ 78 % de l'actif et plus de 70 % des revenus de ce secteur au pays. Ils font partie des 15 plus grands assureurs de personnes au monde[40]. L'activité internationale représente une part importante des affaires de ces conglomérats. Comme le souligne la Banque du Canada, les assureurs jouent un rôle important au sein du système financier, car ils regroupent, gèrent et transfèrent des risques financiers. De surcroît, les produits qu'ils offrent, comme l'assurance-vie, les rentes et les fonds distincts, et le volume élevé des actifs qu'ils gèrent leur donnent beaucoup de poids à titre d'investisseurs à long terme et de participants dans les domaines de l'intermédiation financière et de l'accumulation du capital. Ce secteur n'est pas totalement indépendant de celui des banques. Même si une banque ne peut faire affaire directement dans le domaine de l'assurance, elle peut détenir des filiales actives dans ce domaine. La Compagnie d'assurance-vie RBC est la plus importante compagnie d'assurances de personnes détenue par une banque canadienne et la troisième plus importante compagnie d'assurance de personnes au Canada; BMO Société d'assurance-vie est le sixième plus important assureur de personnes au Canada.

[40] *Top 30 Insurances companies in Canada*, consulté en ligne le 20 novembre 2015, à http://www.relbanks.com/top-insurance-companies/canada

Les assurances de dommages couvrent tous les risques qui ne sont pas liés à l'assurance de personnes, soit notamment l'assurance de biens, l'assurance automobile, l'assurance responsabilité, etc. Le secteur de l'assurance de dommages est moins concentré que celui de l'assurance de personnes. En 2013, les trois plus importants regroupements ou entreprises du secteur collectaient environ 30 % des primes. Le secteur des assurances est supervisé à la fois par les provinces et par le fédéral. L'encadrement réglementaire de ce secteur est décrit à la section 2.5.4.

2.4 Les infrastructures de marché financier et leur réglementation

Selon le rapport sur les principes pour les infrastructures de marchés financiers (rapport PFMI) de l'OICV :

> « Les infrastructures de marchés financiers qui facilitent la compensation, le règlement et l'enregistrement des transactions financières (monétaires notamment) peuvent renforcer les marchés qu'elles servent et grandement favoriser la stabilité financière. Toutefois, si elles ne sont pas gérées correctement, elles peuvent faire encourir des risques majeurs au système financier et constituer une possible source de contagion, surtout en périodes de tensions sur les marchés[41]. »

Toujours selon le rapport PFMI, les IMF désignent 1) les systèmes de paiements, 2) les contreparties centrales, 3) les systèmes de règlement des opérations sur titres, 4) les dépositaires centraux de titres et 5) les référentiels centraux. Bien que la LSMC traite séparément les infrastructures de marché et les chambres de compensation, nous incluons ces dernières dans la présente section, où nous mettons l'accent sur les systèmes et entités les plus importants[42]. Globalement, les IMF se sont bien comportées durant la CFG, selon le Rapport PFMI.

---

[41] OICV (2012). *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*. Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, avril, disponible à: http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_fr.pdf.(Rapport PFMI), p.5

[42] Nous utilisons les définitions du Rapport PFMI et les descriptions proposées par la Banque du Canada, aux rubriques intitulées : Principaux systèmes de paiement et Systèmes de compensation et de règlement, à http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/principaux-systemes-de-paiement-canadiens/ ainsi que

2.4.1 Les systèmes de paiement

Le Canada compte deux grands systèmes de paiement, soit le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR) et le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV). Tous deux sont possédés et exploités par l'Association canadienne des paiements, association dont sont membres la Banque du Canada, les banques canadiennes, les banques étrangères autorisées, les associations coopératives de crédit, sociétés de prêt ou sociétés de fiducie, ainsi que les courtiers et fonds du marché monétaire qui respectent un certain nombre de critères.

Le SACR est un système de règlement net différé qui est utilisé pour la compensation des paiements de détail, y compris les effets de paiement sur support papier (surtout des chèques), les débits et crédits préautorisés, ainsi que les transferts électroniques des petits paiements (tels que les transactions aux points de vente, notamment par carte de débit, ou les transactions aux guichets automatiques).

Le STPGV est un système de transfert électronique en temps réel qui traite rapidement et en continu les transactions qui portent sur de grosses sommes. Au sein du STPGV, la Banque du Canada reçoit chaque jour les paiements des participants qui doivent de l'argent aux Services de dépôt et de compensation CDS Inc. (CDS) et verse ceux que la CDS destine aux participants en position créditrice[43]. En remplissant ce rôle, la Banque annule, pour le système CDSX, exploité par CDS et ses participants, le « risque du banquier », c'est-à-dire le risque de défaillance d'une institution financière du secteur privé qui agit comme agent de règlement d'un système de compensation et de règlement. En complément de ces deux systèmes principaux, la *Continuous Linked Settlement (CLS) Bank*, créée à l'initiative de la communauté bancaire internationale, a pour but de réduire et de contrôler les risques associés au règlement des opérations de change.

---

http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/systemes-de-compensation-et-de-reglement/

[43] La position créditrice ou débitrice nette d'un participant dans un système de compensation est la valeur totale des transferts qu'il a reçus à un moment donné, diminuée de la valeur de tous ceux qu'il a émis. Si le résultat est positif, le participant dégage une position créditrice nette ; s'il est négatif, le participant dégage une position débitrice nette.

2.4.2 Les contreparties centrales

Selon le rapport PFMI (p.10)[44] :

> « Une contrepartie centrale (CC) s'interpose entre les contreparties des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur le vendeur vis-à-vis de tout acheteur, et assurant ainsi la réalisation de positions ouvertes. Elle devient la contrepartie des transactions par des mécanismes de novation, un système d'offre ouverte ou un dispositif analogue juridiquement contraignant. Les contreparties centrales pourraient réduire sensiblement les risques importants auxquels sont exposés les participants grâce à la compensation multilatérale des opérations et en leur imposant à tous des mesures de contrôle des risques plus efficaces. Par exemple, elles exigent généralement des participants qu'ils fournissent des sûretés (sous forme de dépôt de garantie initial et autres ressources financières) pour couvrir leurs expositions actuelles et potentielles. Elles peuvent en outre mutualiser certains risques par la mise en place de dispositifs comme des fonds de défaut. Du fait de leur capacité potentielle à réduire les risques pour les participants, elles peuvent aussi réduire le risque systémique sur les marchés qu'elles servent. L'efficacité des mesures de limitation des risques d'une contrepartie centrale et des ressources financières suffisantes sont essentielles à la réalisation de ces améliorations en termes de réduction des risques. »

Une chambre de compensation est une entité responsable de la compensation et du règlement de titres. Elle agit souvent à titre de contrepartie centrale pour les opérations réalisées entre les participants au marché. On parle alors de chambre de compensation agissant comme contrepartie centrale. L'AMF définit d'ailleurs une chambre de compensation comme une entité responsable de la compensation et du règlement de titres qui agit à titre de contrepartie centrale pour les opérations réalisées entre les participants au marché[45].

---

[44] OICV (2012). *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*. Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, avril, disponible à: http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_fr.pdf. : p.10

[45] AMF : Chambres de compensation, à

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) appartient à la Bourse de Montréal, qui appartient elle-même au Groupe TMX. Selon la Banque du Canada, par « l'intermédiaire de son système de compensation, le Service canadien de compensation de produits dérivés (CDCS), la CDCC offre un service de contrepartie centrale pour tous les produits dérivés d'actions, d'indices boursiers et de taux d'intérêt échangés à la Bourse de Montréal. Depuis le 21 février 2012, la CDCC exploite en outre un service de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe au sein du CDCS. De plus, la CDCC fait office de contrepartie centrale pour les contrats d'options sur actions de gré à gré négociés sur sa plateforme ConvergeMC. »

La CDS, filiale de la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée, propriété du Groupe TMX, est la propriétaire et l'exploitante du système CDSX. Le CDSX joue le rôle de dépositaire central et offre des services de règlement des opérations boursières et hors-cote sur titres de participation, titres d'emprunt et titres du marché monétaire admissibles ainsi que de contrepartie centrale pour les opérations boursières et hors-cote sur titres de participation. Ce service incorpore divers mécanismes de gestion des risques, conçus pour que chaque participant fournisse des garanties qui suffisent à couvrir leurs obligations nettes envers la CDS. Afin de limiter le risque de défaut, la position débitrice nette de tous les participants à l'égard du CDSX est subordonnée à une limite. Une fonction de vérification de la valeur de la garantie permet en permanence de veiller à ce que les défaillances soient entièrement couvertes par des titres mis en garantie.

Le Règlement net continu correspond aux services de contrepartie centrale de la CDS. Il s'agit d'un système automatisé de tenue de registre, dans lequel les ordres d'achat et de vente sont appariés et soldés afin qu'il ne subsiste que les ordres non appariés. Le système génère les rapports relatifs aux mouvements de fonds et de titres. Il est assorti de mesures de contrôle des risques supplémentaires qui imposent aux participants la remise de garanties pour couvrir les risques de leurs activités. Si un participant ne s'acquitte pas de ses obligations envers la CDS dans le cadre de telles opérations, celle-ci peut le

http://www.lautorite.qc.ca/fr/chambres-compensation.html

suspendre et amorcer une procédure de défaillance dans le cadre du CDSX ainsi qu'une procédure de liquidation des positions ayant trait à la contrepartie centrale en cause.

SwapClear est un système international de règlement et de compensation opéré par LCH.Clearnet Ltd (LCH). Il traite les contrats d'échange de taux d'intérêt et d'autres dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré libellés dans de multiples monnaies, dont le dollar canadien. Le marché canadien des contrats d'échange de taux d'intérêt permet aux banques, aux gouvernements, aux sociétés et aux investisseurs institutionnels de gérer leur risque de taux d'intérêt.

Natural Gaz Exchange (NGX) est également considérée comme Chambre de compensation par l'AMF, au même titre que The Options Clearing Corporation (OCC), qui opère dans le domaine des dérivés sur actions. NGX (membre du Groupe TMX) fournit des services de négociation électronique, de contrepartie centrale et de données dans le secteur du gaz naturel et de l'électricité. L'AMF a aussi dispensé à titre de chambre de compensation NGX et ICE Clear Canada, Inc. qui sont basés au Canada, de même que Chicago Mercantile Exchange Inc. et OCC qui sont basés aux États-Unis.

2.4.3 Les systèmes de règlement des opérations sur titres

Un système de règlement des opérations sur titres (SRT) permet de transférer et de régler des titres par passation d'écritures comptables selon un ensemble de règles multilatérales prédéfinies. Il permet les transferts de titres franco de paiement ou contre paiement. Un système de règlement des opérations sur titres peut être organisé pour offrir des fonctions supplémentaires de compensation et de règlement de titres, comme la confirmation de la transaction et des instructions de règlement. Au Canada, comme dans de nombreux pays, les dépositaires centraux exploitent aussi un système de règlement de titres. Le CDSX est un système de compensation et de règlement de titres de dette et de participation.

2.4.4 Les dépositaires centraux

Un dépositaire central de titres (DCT) tient des comptes de titres, fournit des services centralisés de garde et des services de gestion liés aux titres pouvant inclure l'administration d'opérations sur titres et de rachats, et contribue de manière importante à assurer l'intégrité des émissions de titres. Il s'agit de veiller à ce que les titres ne soient

pas créés ou détruits accidentellement ou frauduleusement ou que leurs détails ne soient pas modifiés. Dans de nombreux pays, il opère aussi un système de règlement de titres. C'est le cas au Canada.

2.4.5 Les référentiels centraux

Selon le rapport PFMI, un référentiel central (RC) est une entité qui administre une base de données électronique centralisée où sont enregistrées les transactions. Les référentiels centraux ont récemment gagné en importance, surtout en ce qui concerne les dérivés de gré à gré. En centralisant la collecte, le stockage et la diffusion des données, un référentiel central bien conçu doté de mécanismes efficaces de contrôle des risques peut grandement contribuer à renforcer la transparence des données de transaction communiquées aux autorités compétentes et au public, de façon à promouvoir la stabilité financière et à favoriser la détection et la prévention des abus de marché. En effet, un référentiel central devrait fournir des données actualisées et correctes aux autorités compétentes et au public selon leurs besoins respectifs, ce qui permet une surveillance efficace en temps réel.

Les référentiels centraux reconnus par l'AMF en vertu de la Loi sur les instruments dérivés sont DTCC Data Repository (U.S.) LLC, Ice Trade Vault, LLC et Chicago Mercantile Exchange Inc[46].

2.5 Le Contrôle et la réglementation des institutions et infrastructures

Compte tenu de l'objectif général de ce rapport, nous mettons l'accent sur l'encadrement des institutions et infrastructures qui représentent ou pourraient représenter selon d'aucuns un risque de nature systémique. Il s'agit notamment des entités de grande taille. Nous n'abordons donc que très partiellement et brièvement la réglementation et la surveillance des entités du système financier de petite taille sauf cas d'exception.

2.5.1 Le Bureau du surintendant des institutions financières

Le BSIF est un organisme du gouvernement du Canada, établi en 1987 dans le but de rehausser la sûreté et la solidité du système financier canadien. Il surveille et réglemente

[46] AMF, Référentiels centraux à https://www.lautorite.qc.ca/fr/referentiels-centraux-pro.html.

les banques, incluant les succursales de banques étrangères, certaines sociétés de fiducie, de prêt et d'assurances vie, certaines coopératives de services financiers, des sociétés de secours mutuel, des sociétés d'assurances multirisques ainsi que les régimes de retraite privés de compétence fédérale. Il est responsable de l'application des accords de Bâle au Canada. Le BSIF assume également la surveillance des activités d'assurance hypothécaire et des programmes de titrisation de la SCHL.

Certains assureurs de personnes sont réglementés à la fois par les gouvernements fédéral et provinciaux. Le gouvernement fédéral surveille les assureurs constitués sous la *Loi sur les sociétés d'assurances* (Canada), ainsi que les assureurs étrangers. Les assureurs doivent également s'inscrire auprès des provinces où ils font affaire et sont réglementées par elles. Les provinces réglementent la délivrance des permis et pratiques de marché des intermédiaires et représentants, la commercialisation de produits d'assurance ainsi que la solvabilité des assureurs sous leur juridiction. Le BSIF réglemente et surveille les sociétés d'assurance-vie fédérales (y compris leurs succursales, les filiales de sociétés étrangères et les sociétés de secours mutuel et d'assurances mutuelles) et leurs filiales aussi bien que les sociétés d'assurances multirisques fédérales (y compris leurs succursales, les filiales de sociétés étrangères et les sociétés d'assurances mutuelles) et leurs filiales.

2.5.2 La Banque du Canada

La Banque du Canada est responsable de la politique monétaire. Elle a également la responsabilité de promouvoir un environnement financier stable et efficient. La Banque du Canada évalue en continu les vulnérabilités du système financier canadien, grâce notamment à la collecte d'une masse importante de renseignements de plusieurs sources : relevés réglementaires soumis par les banques, rapports des organismes nationaux et internationaux sur les volumes d'opérations effectuées sur les marchés canadiens des valeurs mobilières, utilisés pour évaluer le niveau d'activité sur ces marchés, documentation sur les ententes financières conclues entre la Banque du Canada et les principaux courtiers en valeurs mobilières canadiens concernant les activités liées au marché monétaire, données statistiques détaillées sur l'importance de la participation de chaque courtier en valeurs mobilières canadien à chacun des emprunts du gouvernement

du Canada, règlements sur le marché des changes et données comptables, enquêtes sur le marché des changes, marché à terme, contrats d'échanges, opérations à terme sur devises et autres innovations financières, relevés statistiques, financement externe et prises de contrôle, etc.[47]. La Banque du Canada joue également un rôle important de surveillance des IMF de concert avec les provinces. Compte tenu du fait que la Banque du Canada et le BSIF réglementent les principales entités d'un système hautement concentré, le gouvernement a accès à l'ensemble des données requises à sa mission de surveillance et de contrôle.

2.5.3 Le ministère des Finances du Canada

Il est (de concert avec le BSIF) responsable généralement de l'encadrement du secteur financier sous juridiction fédérale. Le ministère des Finances, le BSIF, la SADC, l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (ACFC) et la Banque du Canada siègent au Comité de surveillance des institutions financières (CSIF). Cet important comité se réunit régulièrement pour échanger des informations, coordonner des actions et fournir des conseils au gouvernement fédéral au sujet d'enjeux concernant le système financier. Présidé par le sous-ministre des Finances, le Comité consultatif supérieur (CCS) qui regroupe les mêmes membres que le CSIF, permet d'échanger de l'information et de discuter de questions stratégiques touchant le système financier. À l'automne 2010, le rapport de la vérificatrice générale du Canada concluait, après analyse, que « les organisations fédérales échangent, en temps opportun, de l'information pertinente à des fins de prise de décisions[48]. »

2.5.4 Le secteur de l'assurance

Le secteur des assurances au Canada est un secteur très réglementé, à la fois au niveau fédéral, via le BSIF, et par les régulateurs d'assurance des provinces. Les régulateurs

[47] La très longue liste des informations qu'utilise la Banque du Canada est présentée en ligne, sous le titre : Sources de renseignements du gouvernement fédéral et sur les fonctionnaires fédéraux (Banque du Canada), consulté le 8 décembre 2015 à http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2013/09/banque-canada-info-source.pdf

[48] Rapport de la vérificatrice générale du Canada, Chapitre 5 : La réglementation et la surveillance des grandes banques, consulté le 8 décembre 2015 à http://www.oag-bvg.gc.ca/internet/Francais/parl_oag_201010_05_f_34288.html#hd5b

provinciaux délivrent les permis autorisant les assureurs à exercer des activités d'assurance dans leurs provinces respectives, peu importe la juridiction d'incorporation de ces assureurs, et assurent tant un encadrement prudentiel qu'une surveillance des pratiques de l'industrie. Le BSIF, quant à lui, assure une surveillance au niveau prudentiel des compagnies d'assurance fédérales.

Le BSIF supervise 168 entreprises de ce secteur[49]. Le plus important assureur qui ne soit pas sous juridiction fédérale représente moins de 5 % du chiffre d'affaires du secteur. Dans le secteur de l'assurance, comme dans celui des banques, il est donc difficile de prétendre que les institutions de portée systémique puissent échapper à la supervision des organismes du gouvernement fédéral, qui est par ailleurs complétée par celle des provinces.

Les activités d'assurances elles-mêmes n'impliquent pas de risque systémique. Le BSIF reconnaît d'ailleurs que « les sociétés d'assurance-vie sont à beaucoup d'égards considérablement différentes des banques, particulièrement en raison de la longue échéance des produits d'assurance-vie traditionnels […] le cadre de réglementation canadien visant les sociétés d'assurance-vie a bien tenu le coup face aux bouleversements financiers mondiaux[50] ». Comme le souligne le *Geneva Association Systemic Risk Working Group* :

> « Banks and insurers played markedly different roles in the financial crisis: not only were banks, not insurers, the source of the crisis, banks were also much harder hit by it. The insurance business model—encompassing both insurers and reinsurers—has specific features that make it a source of stability in the financial system. Insurance is funded by upfront premiums, giving insurers strong operating cash-flow without requiring wholesale funding. Insurance policies are generally long-term, with controlled outflows, enabling insurers to act as stabilisers to the financial system. During the crisis, insurers maintained relatively steady capacity, business volumes and prices. Those few insurers who experienced serious difficulties, most notably AIG,

[49] Bureau d'assurance du Canada (2015). 2015 Facts of the Property and Casualty Insurance Industry in Canada
[50] BSIF, à http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/fi-if/ic-sa/lf-sav/Pages/lirf.aspx#2

were brought down not by their insurance business but by their quasi-banking activities. »

Les sociétés de ce secteur qui ont été touchées par la crise l'ont été en raison de leur forte implication dans des activités connexes. Le contrôle des risques passe donc par une supervision de nature macroprudentielle, qui est en place au Canada.

2.5.5 La réglementation des infrastructures de marché

Ici encore, et compte tenu de l'objectif général de ce rapport, nous avons mis l'accent sur les IMF qui représentent ou pourraient représenter un risque de nature systémique. Il s'agit notamment des entités les plus importantes. Nous n'abordons que très partiellement la réglementation et la surveillance des IMF de moindre importance. La réglementation et la surveillance des IMF sont une responsabilité partagée entre le gouvernement fédéral et les provinces. Le Rapport PFMI réfère à cinq catégories d'IMF. La Banque du Canada en supervise quatre, mais pas les référentiels centraux. Les provinces en supervisent aussi quatre, mais pas les systèmes de paiement. Pour couvrir l'ensemble des IMF, la collaboration est donc nécessaire.

En 1996, dans la foulée de recommandations de la Banque des règlements internationaux (BRI), le législateur adopte la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*[51]. Le préambule de cette loi énonce clairement la volonté du Parlement canadien d'établir une compétence sur les « systèmes de compensation et de règlement des paiements entre les institutions financières ». Selon Rousseau[52], la Loi définit de manière large et libérale la notion de système de compensation et règlement et inclut expressément le système ou l'arrangement pour le règlement ou la compensation des contrats dérivés et des opérations sur des valeurs mobilières. Selon cette Loi le Gouverneur de la Banque du Canada peut désigner aux fins de cette loi un système de compensation et de règlement si il est d'avis qu'un tel système peut de par son fonctionnement poser un risque systémique ou un risque pour le système de paiement (telles que ces expressions sont définies à cette Loi). L'adoption de cette Loi a soulevé de vives controverses, comme le souligne

[51] L.C. 1996, c.6
[52] Stéphane Rousseau (2012). *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces*. Montréal, Les Éditions Thémis., p.49-52.

Rousseau. À ce titre et bien avant la CFG, la Banque assume un rôle important dans la surveillance de tels systèmes. La surveillance du système se fait par l'entremise d'un « *regulatory oversight agreement* » entre la Banque du Canada et l'opérateur du système de règlement et de compensation.

Toutefois, les autorités en valeurs mobilières des provinces reconnaissent (ou dispensent selon les circonstances) également les chambres de compensation qui exercent des activités sur leur territoire, peu importe si ces chambres de compensation sont par ailleurs désignées par la Banque du Canada. Par ailleurs, les autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont publié le 3 décembre 2015 le Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation (le Règlement 24-102) et l'instruction générale connexe qui entrera en vigueur le 17 février 2016 sauf pour certaines dispositions dont l'entrée en vigueur est repoussée au 31 décembre 2016. Ces textes adoptent les normes internationales applicables aux chambres de compensation reconnues qui agissent comme contreparties centrales, dépositaires centraux de titres ou systèmes de règlement de titres. Le Règlement 24-102 officialise également le cadre de reconnaissance ou de dispense des chambres de compensation qui souhaitent exercer des activités dans un territoire du Canada. Les référentiels centraux sont prévus à l'article 15 LID et sont assujettis au Règlement 91-507.

La Banque du Canada surveille le fonctionnement du CDCS au niveau prudentiel en application de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. À l'échelon provincial, la législation entourant la reconnaissance, l'encadrement, la supervision et la surveillance d'une chambre de compensation est prévue à la législation provinciale et territoriale en valeur mobilière. L'autorité provinciale en valeur mobilière va reconnaître, superviser et surveiller *l'entité* qui possède et opère le système de compensation et de règlement.

La CDCC est reconnue, réglementée et supervisée par l'AMF, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et celle de Colombie Britannique (BCSC). Elle fait l'objet d'une supervision coordonnée en vertu d'un *Protocole d'entente concernant la surveillance des chambres de compensation, des référentiels centraux et des fournisseurs de services d'appariement* (Protocole ACVM) qui officialise la coopération entre les

ACVM depuis le 3 décembre 2015[53]. La CDCC collabore avec les organismes fédéraux et provinciaux de réglementation des institutions financières chargés de surveiller ses participants. En outre, afin de faciliter la compensation des contrats de produits dérivés enregistrés pour la vente aux résidents des États-Unis, la CDCC présente les documents pertinents conformément aux exigences de la Securities Exchange Commission (SEC).

La CDS et ses participants sont soumis aux lois et règlements de différentes instances législatives. À l'échelon fédéral, la Banque du Canada surveille le fonctionnement du CDSX aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. À l'échelon provincial, la CDS est reconnue, réglementée et supervisée par l'AMF, la BCSC et la CVMO et fait également l'objet d'une supervision coordonnée des autorités provinciales en vertu du Protocole ACVM. La CDS collabore avec les organismes fédéraux et provinciaux de réglementation des institutions financières chargés de surveiller ses participants.

La Banque du Canada exerce sa surveillance des systèmes CDSX opéré par la CDS et CDCS opéré par la CDCC en concertation avec certaines autorités provinciales en valeurs mobilières, soit l'AMF, la BCSC et la CVMO. Cette surveillance s'effectue en vertu du *Protocole d'entente concernant la surveillance de certains systèmes de compensation et de règlement* (Protocole Banque du Canada) qui concerne CDCC (CDCS) et CDS (CDSX) afin de permettre à la Banque du Canada et aux régulateurs provinciaux d'harmoniser leurs démarches et se coordonner dans la surveillance des chambres de compensations désignées comme systémiquement importantes par la Banque du Canada[54]. Le Protocole Banque du Canada jumelé au Protocole ACVM permet à la Banque du Canada et aux régulateurs provinciaux d'harmoniser leurs démarches et se

[53] Voir le *Protocole d'entente concernant la surveillance des chambres de compensation, des référentiels centraux et des fournisseurs de services d'appariement* (Protocole ACVM) à http://lautorite.qc.ca/fr/communiques-2015-pro.html_2015_acvm-protocole-cooperation-chambres-compensation.html

[54] Voir le *Protocole d'entente concernant la surveillance de certains systèmes de compensation et de règlement*, (Protocole Banque du Canada) à http://lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/protocole-entente-surveillance_systemecompensation_fr.pdf

coordonner dans la surveillance des chambres de compensation qui sont désignées comme systémiquement importantes par la Banque du Canada.

Pour ce qui est de SwapClear opéré par LCH basé au Royaume-Uni, la Banque du Canada exerce sa surveillance essentiellement au moyen de sa participation à un mécanisme multilatéral de surveillance concertée dirigé par la Banque d'Angleterre. L'AMF et la CVMO ont reconnu LCH comme chambre de compensation. Cette décision est basée sur l'encadrement réglementaire dont fait l'objet LCH dans sa juridiction principale au Royaume-Uni, en plus de certaines conditions additionnelles, notamment de fournir certaines informations de façon trimestrielle et de notifier l'autorité provinciale de tout changement important à l'information préalablement transmise à l'autorité. L'AMF et la CVMO ont conclu un protocole d'entente avec les régulateurs prudentiels de LCH, au Royaume-Uni.

Les autres chambres de compensation actives au Canada ont été dispensées par l'AMF ainsi que par d'autres régulateurs provinciaux, soit CME, NGX, OCC et ICE Clear Canada. La CLS Bank relève de la législation fédérale américaine; elle a été assujettie à la surveillance générale de la Banque du Canada, conformément à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. La majorité des IMF ont été désignées entités d'importance systémique après la CFG. Elles sont, à ce titre, soumises à une supervision particulière de la part de la Banque du Canada présentée à la partie 4 de ce rapport.

2.6 Les marchés des valeurs mobilières

2.6.1 Vue d'ensemble

Le principal marché boursier canadien est le TSX. La bourse de croissance TSX (TSXV) est dédiée aux titres de petite capitalisation, et le NEX une bourse dédiée aux émetteurs qui ne respectent plus les critères minimaux d'admission au TSXV. En octobre 2015, le TSX rapportait 1505 émetteurs et le TSXV 1820, dont plus de 60 % opèrent dans le domaine des ressources naturelles.

Au-delà du grand nombre d'émetteurs inscrits, le marché canadien des actions est particulier en raison de la relative rareté des très grandes entreprises locales. Le marché

canadien est pour l'essentiel un marché de très petites entreprises. La capitalisation médiane des entreprises inscrites en Bourse au Canada à la fin de 2007 était de 23 millions de dollars. En octobre 2015, les 20 plus importantes capitalisations canadiennes représentaient à elles seules 27 % de la capitalisation totale et les 60 titres composant l'indice composite représentaient 80 % de la capitalisation totale.

À la fin de 2015, la capitalisation boursière de 50 entreprises américaines dépassait 82 milliards de dollars US, soit environ 114 milliards de dollars[55]. Seules deux entreprises canadiennes montraient à cette date une capitalisation s'approchant de cette valeur, soit la Banque Royale avec 110,1 milliards de dollars et la Banque TD avec 100,7 milliards de dollars, selon l'édition de décembre 2015 de la Revue du TSX. La troisième capitalisation canadienne se situait à 67,3 milliards de dollars. En ce qui concerne la taille des entreprises inscrites, les situations qui prévalent dans les deux pays sont donc très différentes.

Le marché dispensé (*exempt securities market*) est le segment du marché des capitaux pour lequel des dispenses de prospectus et d'inscription sont accordées par les autorités provinciales. Le plus souvent, les émetteurs doivent émettre une notice d'offre, distribuée seulement aux investisseurs qualifiés et admissibles qui remplissent certains critères prévus par la réglementation. Ce marché est important dans le débat sur la réglementation, puisque les produits titrisés (dont le papier commercial) y sont le plus souvent transigés.

Dans un rapport antérieur, nous avons détaillé les dimensions spécifiques du marché canadien, et notamment les fortes différences entre les marchés des diverses provinces[56]. L'une des implications de ce travail était (p.47) :

---

[55] U.S. Commerce – Stock Market Capitalization of the 50 Largest American Companies http://www.iweblists.com/us/commerce/MarketCapitalization.html

[56] Jean-Marc Suret and Cécile Carpentier (2010). *Règlementation des valeurs mobilières au Canada : un réexamen des arguments avancés pour justifier la commission unique, 23 juin* disponible, p.47. La Cour suprême du Canada a par ailleurs référé à cette étude dans le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, 2011 CSC 66 au para 127, [2011] 3 RCS 837, à la page 892.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

> « (…) qu'il existe des différences et des spécialisations provinciales fortes en matière de valeurs mobilières. Cette spécialisation a d'ailleurs conduit les provinces à expérimenter divers mécanismes adaptés au type d'entreprises qu'elles desservent. L'Alberta a mis en place les junior capital pools, devenus sociétés de capital de démarrage (SCD), adaptés aux entrées en bourse des entreprises de petite taille. Entre 1995 et 2001, 80 % des SCD sont localisées en Alberta et en Colombie-Britannique. Le programme gagne en popularité ensuite dans les autres provinces, après avoir subi des transformations, notamment au Québec. Dans cette province, le Régime d'épargne-actions est instauré pour faciliter le financement des entreprises en croissance et pour stimuler la détention d'actions. Plusieurs autres provinces ont ensuite envisagé d'adopter des programmes similaires, dont l'Alberta et l'Ontario. Le Québec a également expérimenté un programme d'aide à la capitalisation, qui permettait le remboursement d'une partie des frais d'émission, alors que l'Ontario créait un statut particulier de *Closely Held Issuer* afin de faciliter le financement de sociétés fermées. (...) Ces divers exemples d'expérimentation réglementaire montrent comment les autorités locales ont pu tirer parti de leur autonomie pour définir et expérimenter des initiatives dédiées à leur clientèle particulière. » (p. 40). Par ailleurs : « S'il est vrai que la majorité de la capitalisation boursière canadienne se trouve concentrée dans une province en raison notamment de la présence des sièges sociaux des principales entreprises financières, les opérations de financement au Canada sont extrêmement dispersées, et le plus souvent de très petite envergure. La prédominance de ces opérations de petite envergure, la très petite taille des émetteurs ainsi que leur dispersion sont des éléments généralement négligés du débat qui entoure la structure de la réglementation, en dépit de leur importance. Elles impliquent pourtant la présence de ressources locales importantes, et connaissant bien les problématiques particulières des émetteurs et des secteurs. »

Le marché boursier canadien est donc très particulier, tant en ce qui concerne les caractéristiques des sociétés inscrites et des nouveaux émetteurs qu'en raison des différences régionales et provinciales.

2.6.2 Les bourses

Le Groupe TMX Limitée (Groupe TMX)[57], sous la désignation de Corporation d'Acquisition Groupe Maple (Maple), a été constitué en 2011 dans le but d'acquérir la totalité des actions ordinaires du Groupe TMX Inc., alors une société ouverte, qui exploitait notamment les Bourses de valeurs mobilières TSX et TSXV ainsi qu'un système de compensation. Les investisseurs initiaux de Maple comprenaient quatre des plus importantes caisses de retraite publiques du Canada, quatre courtiers en valeurs appartenant à des banques canadiennes, le plus important groupe financier coopératif du Canada, un groupe de services financiers et un fonds d'investissement en capital de développement établi au Québec[58]. Le Groupe TMX opère désormais les marchés des actions, des revenus fixes, des dérivés et de l'énergie. Cette structure très concentrée résulte d'un mouvement continu amorcé à la fin des années 90. Les bourses de l'Alberta et de Vancouver fusionnent en 1999, bientôt rejointes par la Bourse de Winnipeg (2000), pour former le CDNX (*Canadian Venture Exchange*). Le CDNX constitue alors la Bourse canadienne des titres de croissance (*National Junior Exchange*). En mai 2001, les actionnaires du CDNX acceptent l'offre d'achat de la Bourse de Toronto (TSE). En octobre 2001, les titres de petite capitalisation de la Bourse de Montréal sont transférés au CDNX et la Bourse de Montréal se spécialise dans la négociation des instruments dérivés. Le 3 avril 2000, la Bourse de Toronto est démutualisée et prorogée sous la dénomination Bourse de Toronto inc., et les courtiers membres de la Bourse deviennent actionnaires de la nouvelle entité. Le 10 juillet 2002, Bourse de Toronto Inc. est renommée TSX inc. et le CDNX est renommé Bourse de croissance TSX inc. Le premier mai 2008, le Groupe TSX et la Bourse de Montréal fusionnent, pour créer le TMX.

En 2015, le Groupe TMX possède et exploite, outre le TSX et le TSXV dédié aux titres de petite capitalisation, la Bourse de Montréal dédiée aux instruments dérivés, NGX, une bourse dédiée à l'échange et au règlement des contrats de gaz naturel et d'électricité, Bourse Alpha TSX, modèle de négociation conçu pour améliorer la qualité de l'exécution

[57] Nous définissons Groupe TMX Limitée comme « Groupe TMX » et Groupe TMX Inc. comme « TMX » pour éviter les confusions.
[58] Voir la notice annuelle du Groupe TMX, consultée en ligne le 7/12/2015 à https://www.tmx.com/resource/en/202

des investisseurs de détail, ainsi que la principale infrastructure de marché, CDS. Groupe TMX possède et exploite également Services de transfert de valeurs TMX Inc. (autrefois Equity Financial Holdings Inc.), agent de transfert et fiducie, Shorcan Brokers Limited, courtier intermédiaire entre courtiers sur titres à revenu fixe notamment, la CDCC, et possède des participations dans CanDeal.ca Inc. et Boston Options Exchange, LLC. CanDeal est un service de courtage en ligne offert aux investisseurs institutionnels et aux courtiers qui est spécialisé dans les titres à revenu fixe libellés en dollars canadiens, dont principalement les obligations du gouvernement, les instruments du marché monétaire, les devises et instruments dérivés. Les autres actionnaires de CanDeal sont les six principales banques canadiennes. BOX Options Exchange LLC est une bourse électronique d'options sur actions qui opère aux États-Unis, dont les autres actionnaires sont notamment des courtiers.

Un seul groupe, contrôlé par les acteurs majeurs du système financier canadien, possède et exploite donc un très vaste ensemble de bourses/systèmes de négociations, de compensation, de création de produits structurés[59] et même de fiducies sur l'ensemble des catégories de valeurs mobilières au Canada.

2.6.3 La réglementation des valeurs mobilières

Les autorités provinciales des valeurs mobilières, dont l'AMF, ont la responsabilité de la réglementation des valeurs mobilières et des instruments dérivés considérés comme des valeurs mobilières dans les autres provinces. Ces autorités de valeurs délèguent certains de leurs pouvoirs aux organismes d'autoréglementation (OAR), entités dont la raison d'être est de réglementer les activités, les normes de pratique et la conduite professionnelle de leurs membres et de leurs représentants afin de promouvoir la protection des investisseurs et de l'intérêt public. Cinq OAR sont reconnus au Canada en ce qui a trait à la réglementation des membres et l'encadrement des opérations de marchés. L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

[59] Le 30 mai 2014, le Groupe TMX a instauré un programme de papier commercial offrant à des investisseurs potentiels du papier commercial jusqu'à concurrence d'une valeur de 400 millions de dollars (ou l'équivalent en dollars américains) dont les diverses échéances sont d'au plus un an à compter de la date d'émission.

(OCRCVM) vient du regroupement en 2008 de deux OAR, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et les Services de réglementation du marché inc. (SR).

L'OCRCVM établit les règles et supervise l'ensemble des bourses canadiennes et autres marchés en opération sur les titres de capitaux propres, incluant les principales places d'échanges regroupées dans le Groupe TMX et les systèmes d'échange alternatifs ou systèmes de négociation parallèle tels que Bloomberg Tradebook, Chi-X Canada, Liquidnet, MATCH Now ou Omega ATS.

L'OCRCVM supervise également les courtiers en placement et leurs activités. Il est reconnu à titre d'OAR dans toutes les provinces et territoires au Canada. Tous les courtiers en fonds communs de placement au Canada doivent en être membres; ils doivent également être membres de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (ACFM), en vertu de l'article 9.2 du Règlement 31-103, qui prévoit toutefois une exception pour le Québec. La majorité des provinces ont reconnu l'ACFM comme OAR[60]. L'ACFM établit les normes réglementaires applicables à ses membres; surveille ses membres pour vérifier leur conformité à ces normes et fait enquête sur les plaintes. Au Québec, où l'ACFM n'est pas reconnue à ce jour, la Chambre de la sécurité financière (CSF) a pour mission d'assurer la protection du public en maintenant la discipline et en veillant à la formation et à la déontologie de ses membres qui sont les représentants qui œuvrent dans le courtage en épargne collective, la planification financière, l'assurance de personnes, l'assurance collective de personnes et le courtage en plans de bourses d'études. La Bourse de Montréal est reconnue à titre d'OAR. Par le biais de sa division de la réglementation, la Bourse de Montréal exerce les fonctions de réglementation et de surveillance de son marché[61]. Enfin, ICE Futures Canada a établi une division de réglementation conformément à la décision de reconnaissance de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba la reconnaissant à titre d'OAR[62],

[60] Il s'agit des provinces suivantes : Alberta, Colombie-Britannique, Manitoba, Nouveau-Brunswick, Nouvelle-Écosse, Ontario, Île-du-Prince-Édouard et Saskatchewan.
[61] Voir : Article VIII, partie 3 de la décision 2012-PDG-0075 – à https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/decision_2012-pdg-0075.pdf
[62] Voir : http://docs.mbsecurities.ca/msc/oe/en/item/104336/index.do

chargée de l'application des règles de marché et de la discipline des membres de ICE Futures Canada.

Selon le site des ACVM :

> « Les autorités en valeurs mobilières des 10 provinces et 3 territoires du Canada se sont regroupées au sein des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Les ACVM protègent les investisseurs canadiens contre des pratiques déloyales ou frauduleuses, tout en favorisant l'équité et l'efficacité des marchés financiers[63]. »

Les ACVM ont en particulier pour objectif le développement d'un ensemble harmonisé de réglementation et de recommandations pour les participants au marché des valeurs mobilières et de coordonner le processus d'approbation des règles par les diverses juridictions. Les ACVM ne disposent toutefois d'aucun pouvoir de réglementation. Les ACVM coordonnent le processus de mise en application de la réglementation et l'une des principales réalisations des ACVM est le régime de passeport.

Le régime de passeport est conçu de façon à simplifier le processus d'approbation des autorités de réglementation en permettant aux participants au marché de traiter avec une autorité de réglementation de façon centralisée et de faire reconnaître les décisions de cette autorité dans les autres provinces et territoires du Canada. Il couvre plusieurs domaines, soit les prospectus, les dispenses discrétionnaires, l'inscription des courtiers, conseillers, gestionnaires de fonds d'investissement et des représentants et la désignation des agences de notation. L'Ontario a décidé de ne pas adopter le régime de passeport, mais la commission de cette province est reconnue comme autorité principale aux fins de ce régime. Chaque participant au marché est régi par une autorité principale, habituellement l'autorité du territoire où est situé son siège. Les émetteurs qui déposent un prospectus ou qui demandent une dispense discrétionnaire n'auront qu'à traiter avec leur autorité principale conformément aux lois en vigueur dans le territoire de leur autorité principale. La décision de l'autorité principale aura un effet automatique, par effet de la loi, dans les autres territoires concernés, sauf pour l'Ontario lorsque la CVMO n'agit pas comme autorité principale. Ce même processus s'applique aux courtiers et

[63] Site des ACVM, consulté le 9 décembre 2015 à https://www.securities-administrators.ca/

représentants qui souhaitent s'inscrire dans plusieurs territoires ainsi qu'aux agences de notation. Même si la responsabilité de la réglementation des valeurs mobilières incombe aux provinces, les règlements sont très largement harmonisés et le niveau de concertation entre les provinces est important.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

3 ÉVOLUTION DU SYSTÈME FINANCIER, SYSTÈME BANCAIRE PARALLÈLE ET RISQUE SYSTÉMIQUE

3.1 L'évolution récente du système financier

Plusieurs facteurs ont contribué à modifier fondamentalement le système financier au cours des dernières décennies. Il s'agit en premier lieu du développement des technologies, qui a facilité le développement d'instruments financiers nouveaux et complexes, qui ont à leur tour accru de façon importante la complexité du système dans son ensemble. Le second facteur est l'intégration grandissante entre les diverses composantes du système financier, qu'illustre bien le phénomène de la titrisation, qui conduit à transformer des créances en valeurs mobilières complexes. La capacité de transiger au niveau international, facilitée par les développements technologiques est le troisième facteur de changement. Enfin, un mouvement fort de déréglementation bancaire a été initié aux États-Unis, qui a permis des prises de risque importantes, notamment dans le secteur hypothécaire. Ces prises de risques ont été facilitées par développement rapide du SBP. Aux États-Unis, à la veille de la crise, ce SBP représentait deux fois la taille du secteur bancaire traditionnel[64]. Les allègements réglementaires correspondaient au cadre conceptuel qui prévalait avant la CFG en matière de supervision des marchés. Selon le mode de pensée dominant, le marché étant efficient et les investisseurs rationnels, il suffisait donc qu'ils disposent de l'information requise pour évaluer correctement la valeur et le risque des titres[65].

> « The rapid growth of the market-based financial system since the mid-1980s changed the nature of financial intermediation in the United States profoundly. Within the market-based financial system, shadow banks are particularly important

[64] Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam B. Ashcraft and Haley Boesky (2012). *Shadow banking*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458 disponible à: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf., p.8

[65] Alex Erskine (2010). *Rethinking Securities Regulation after the Crisis: An Economics Perspective*. Australian Securities & Investment Commission disponible à: http://www.researchgate.net/profile/Alex_Erskine/publication/242685635, Tamar Frankel (2013). *The Failure of Investor Protection by Disclosure*. University of Cincinnati Law Review 81 (2): 2, Phuong Duong, Jinghui Liu and Ian Eddie (2014). *Development of the Regulatory Framework of Securities Market Supervision post-GFC*. Globalization of Financial Institutions, Springer**:** 185-199.

> institutions. Shadow banks are financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without access to central bank liquidity or public sector credit guarantees. Examples of shadow banks include finance companies, asset-backed commercial paper (ABCP) conduits, limited-purpose finance companies, structured investment vehicles, credit hedge funds, money market mutual funds, securities lenders, and government-sponsored enterprises[66]. »

De nombreux auteurs imputent au SBP une large part de responsabilité dans la CFG et notamment dans sa transmission et, plus généralement, dans l'émergence d'un risque systémique plus important[67] qu'au cours des décennies antérieures[68]. L'encadrement des composantes de ce système constitue le principal argument sur lequel est basé le projet fédéral de régime coopératif. Le risque d'occurrence de nouveaux évènements systémiques, ou risque systémique, est également au cœur des préoccupations des organismes nationaux et internationaux.

> « Furthermore, the increased importance of non-bank financial intermediation vis-à-vis banking intermediation could lead to less frequent but more severe financial crises as financial intermediaries are forced to liquidate their assets at fire-sale prices[69]. »Z

---

[66] Zoltan Pozsar, Tobias Adrian, Adam B. Ashcraft and Haley Boesky (2012). *Shadow banking*. Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 458 disponible à: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf.

[67] Olivier de Bandt and Philipp Hartmann (2000). *Systemic Risk: a Survey*. CEPR Discussion Paper No. 2634 disponible à: http://ssrn.com/abstract=258066, Viral V Acharya and Sabri Öncü (2010). *The Repurchase Agreement (repo) Market*. Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance. V. Acharya T. Cooley M. Richardson I. Walter eds. New-York, John Wiley & Sons,**:** 319-350, Tobias Adrian and Hyun Song Shin (2010). *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*. Annual Review of Economics 2: 603-618, Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press , Gary Gorton, Andrew Metrick, Andrei Shleifer and Daniel K Tarullo (2010). *Regulating the Shadow Banking System* Brookings Papers on Economic Activity, Fall 261-312.

[68] Le SBP est souvent considéré comme un catalyseur de la CFG : Hans J Blommestein, Ahmet Keskinler and Carrick Lucas (2011). *Outlook for the Securitisation Market*. OECD Financial Market Trends 2011 (1).

[69] Jorge A Chan-Lau (2008). *The Globalisation of Finance and its Implications for Financial Stability: an Overview of the Issues*. International Journal of Banking, Accounting and Finance 1

3.2 Les modifications de l'intermédiation

Pour illustrer le changement profond des mécanismes d'intermédiation financière et le recours de plus en plus important au financement de marché par les institutions financières, nous opposons ci-dessous la chaîne d'intermédiation traditionnelle directe à celle qui s'est développée, à partir des années 90, principalement aux États-Unis.

La chaîne d'intermédiation directe fait intervenir la banque, qui d'une part reçoit des dépôts des ménages et, d'autre part, accorde des prêts sur hypothèques et autres prêts à ces mêmes ménages (Figure 1). Le marché des valeurs mobilières n'intervient pas dans un tel cas.

Figure 1 : La chaîne d'intermédiation courte.

Source : Adrian, T. and H. S. Shin (2010)

Le modèle récent d'intermédiation, qui domine aux États-Unis, est représenté à la figure 2[70]. Les hypothèques consenties par les banques sont regroupées dans des groupes d'hypothèques, détenues par des structures passives en vue de leur titrisation. Les hypothèques sont ensuite transformées en titres adossés à des hypothèques (TAH ou Mortgage Based Securities, MBS). Cette titrisation permet aux banques de disposer de liquidités supplémentaires pour augmenter leur activité de crédit. Les TAH peuvent être détenus par des émetteurs de titres adossés à des actifs (TAA ou *Asset backed Securities*, ABS). À ce stade, les hypothèques sont regroupées avec des créances de nature diverse,

(1): 3-29, Prasanna Gai, Sujit Kapadia, Stephen Millard and Ander Perez (2008). *Financial Innovation, Macroeconomic Stability and Systemic Crises*. The Economic Journal 118 (527): 401-426.

[70] Cet exemple est inspiré de Tobias Adrian and Hyun Song Shin (2010). *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007-09*. Annual Review of Economics 2: 603-618.

allant des prêts automobiles ou étudiants aux obligations. Les TAA sont divisés en tranches représentant des niveaux de risque divers. Une maison de titres, courtier ou banque d'investissement, ou encore une entité à vocation spéciale ou un véhicule d'investissement structuré (VIS ou *special purpose entity*, SPE) pourra détenir ces TAA afin de bénéficier du rendement. Le détenteur des TAA devra en financer l'acquisition, ce qu'il pourra faire par l'intermédiaire du marché des pensions (*Repurchase agreement ou Repo market*), face à une banque commerciale par exemple. Celle-ci pourra émettre en contrepartie du papier commercial à court terme, qui pourra être détenu par un fonds du marché monétaire. Ce fonds émettra des parts, détenues ultimement par les ménages. Cette chaîne d'intermédiation longue fait intervenir divers instruments du marché : TAH, TAA, papier commercial, part de fonds du marché monétaire. En 2007, la crise du marché hypothécaire américain (crise dite des *subprimes*) a ainsi pu se propager à l'ensemble du système financier et entraîner une rupture de la liquidité qui a affecté l'ensemble de l'économie[71]. Les titres émis lors du processus d'intermédiation long peuvent être acquis par des fonds d'investissement ou des régimes de retraite, ce qui peut les exposer aux risques de rupture de ce système.

Dans le processus d'intermédiation long, les agences de notations jouent un rôle important. Ce sont ces agences qui attribuent une cote aux diverses catégories ou tranches de produits titrisés. Les agences jouent un rôle central dans le processus de création et de vente des produits de la titrisation puisque les réglementations imposent souvent aux investisseurs institutionnels de ne détenir, aux fins de réserve notamment, que des titres de catégorie supérieure. C'est particulièrement le cas aux États-Unis. Par ailleurs, désormais rémunérées par les émetteurs, les agences se trouvent en situation de conflit

[71] Notre objectif n'est pas ici de présenter une analyse des causes de la CFG, qui a suscité une énorme littérature, ni d'illustrer en détail la totalité du SBP. Nous entendons seulement illustrer l'interaction entre le système bancaire et le marché financier. Cet exemple vaut surtout pour le marché américain; certains éléments de la chaîne d'intermédiation longue sont pratiquement absents au Canada. Le FMI propose une description plus complète du SBP et de son rôle durant la crise : Fonds Monétaire International (2014b). *Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky?* in World Economic and Financial Surveys : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf. (p.70-71)

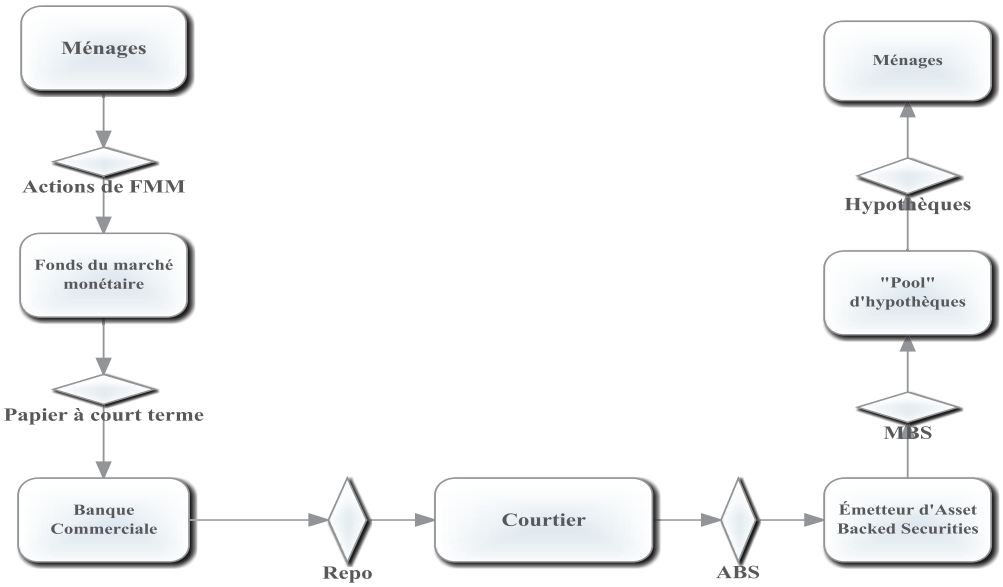
d'intérêts. Divers auteurs ont souligné le rôle important joué par les agences lors de la CFG[72].

Le processus de titrisation fait intervenir un financement de gros, qui s'oppose au financement de détail qui prévaut dans le système bancaire traditionnel. Les grandes banques se financent désormais davantage sur les marchés de gros (dépôts de gros, opérations de pension et autres instruments du marché monétaire), c'est-à-dire auprès des investisseurs institutionnels et des sociétés (financières ou non)[73]. Cette source de financement est plus volatile que celle fournie par les déposants, puisque des sommes considérables peuvent être exigées à court terme. Il se créé donc un risque supplémentaire. Nous avons présenté la situation générale du processus, tel qu'il prévaut aux États-Unis, en le simplifiant. Il convient de souligner que le processus de titrisation des titres hypothécaires de la Loi nationale sur l'habitation, qui représente la part la plus importante du SBP au Canada, est très différent de celui présenté aux États-Unis[74].

[72] Viral V Acharya, Thomas F Cooley, Matthew P Richardson and Ingo Walter (2010b). *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons., Chap 15: Regulation of Rating Agencies.
[73] Jim Armstrong and Gregory Caldwell (2008). *Les banques et le risque de liquidité: tendances et leçons tirées des récentes perturbations*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 55-60.
[74] Allan Crawford, Césaire Meh and Jie Zhou (2013). *Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada* : 61-72.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Figure 2 : La chaîne d'intermédiation longue.



Source : Adrian, T. and H. S. Shin (2010)

Si les changements dans les pratiques bancaires, les besoins de liquidité et la recherche du rendement dans un univers de taux d'intérêt faible expliquent en partie le développement du système d'intermédiation long, il convient de souligner que le développement rapide du SBP doit toutefois beaucoup aux actions des gouvernements, notamment dans le domaine réglementaire, mais aussi dans les politiques monétaires. Cette observation est importante dans le cadre du présent débat. Elle souligne que les changements réglementaires qui ne sont pas parfaitement conçus peuvent contribuer à augmenter le risque systémique qu'ils cherchent à réduire[75].

[75] Paul Tucker (2010). *Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability*. Remarks by Mr Paul Tucker, Deputy Governor for Financial Stability at the Bank of England at a Bernie Gerald Cantor (BGC) Partners Seminar, London, 21 January disponible à: http://www.bis.org/review/r100126d.pdf, Paul Kupiec (2015). *Financial Stability: Should we trust in central bank superheros?* Fonds C. Leblanc Seminar, Laval University, 10 Avril disponible à:

3.3 Les gouvernements et le système bancaire parallèle

Aux États-Unis, les intermédiaires non bancaires créés par le gouvernement dans le domaine hypothécaire, Freddy Mac et Fannie Mae, constituent une partie importante du SBP. Toutefois, la responsabilité principale du développement de ce secteur est imputable à la consolidation du système financier, favorisée par les gouvernements[76], et à deux mouvements de réglementation qui ont conduit les institutions à utiliser l'arbitrage réglementaire. La réglementation des banques a été fortement renforcée, notamment par les accords de Bâle, en vue d'augmenter les réserves des institutions afin de limiter le risque de défaut, donc le risque systémique. On incitait alors les banques à enlever de leur bilan une partie des créances risquées qu'elles avaient octroyé, puisque le calcul des réserves obligatoires incluait ces créances. Par ailleurs, les organismes de réglementation ont laissé se développer un ensemble de mécanismes peu ou pas réglementés, qui avaient l'avantage de fournir aux agents économiques les liquidités favorables au fonctionnement de l'économie.

> « The financial crisis triggered by increasing default rate, real estate devaluation and financial asset depreciation associated with the US subprime mortgages brought back the debate about the framework of the US and international financial systems, their potential systemic risks, and their regulatory and supervisory mechanisms. Credit derivatives and structured products backed by real estate credit replicated and multiplied risks by an unknown factor besides redistributing them at a global scale. A large number of poorly regulated and badly supervised financial institutions – no capital requirements, no access to deposit insurances, rediscount operations, and last resort credit lines by central banks – became the counterparty of the credit risk transfer from the banking system and started to hold increasing risks. The intermingling of

http://www.labiful.com/wp-content/uploads/2015/05/Financial-Stability-Systemic-Risk-Laval-1.pdf.. Tobias Adrian and Adam B Ashcraft (2012). *Shadow Banking: a Review of the Literature*. FRB of New York Staff Report no 580 disponible à: https://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr580.html.

[76] Une analyse approfondie de ce phénomène, qui incorpore l'étude du cas canadien, a été élaborée par le FMI : Group of Ten (2001). *Report on Consolidation in the Financial Sector*. BIS, IMF and OECD disponible à: http://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/eng/.

> these institutions and markets engendered a global shadow banking systems and markets[77]. »

Les banques ont donc été incitées à faire migrer des activités risquées classiques, fortement réglementées, vers un secteur d'activité fort peu réglementé. Elles ont procédé à un « arbitrage réglementaire ». L'irruption des banques dans le secteur des valeurs mobilières découle aussi de plusieurs phénomènes et actions réglementaires qui ont facilité la titrisation (généralisation du *sell-and-distribute*), l'émergence d'instruments financiers complexes et la consolidation du secteur financier[78].

> « The rise of shadow banking was helped by regulatory and legal changes that gave advantages to three main institutions: money-market mutual funds (MMMFs) to capture retail deposits from traditional banks, securitization to move assets of traditional banks off their balance sheets, and repurchase agreements (repos) that facilitated the use of securitized bonds as money[79]. »

Le FMI constate d'ailleurs que le SBP se développe lorsque la réglementation du système bancaire est rigoureuse et les liquidités abondantes[80].

3.4 L'importance du système bancaire parallèle

Il est difficile de mesurer avec précision la taille du SBP et son effet sur le risque en raison notamment des différences qui existent entre les structures réglementaires des différents pays. Par exemple, la titrisation des hypothèques implique un risque moindre dans un pays où ces hypothèques sont largement assurées par le gouvernement, comme le Canada, que dans un pays où les banques pratiquent les prêts hypothécaires à risque,

---

[77] Maryse Farhi and Marcos A. M. Cintra (2009). *The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System*. Revue de la régulation 5 (printemps): 1-18.
[78] Tommaso Padoa-Schioppa (2012). *Securities and Banking: Bridges and Walls*. PSL Quarterly Review, Lecture delivered at the London School of Economics, Financial Markets Group (Special Paper Series, Mars) 55 (222).
[79] Gary Gorton, Andrew Metrick, Andrei Shleifer and Daniel K Tarullo (2010). *Regulating the Shadow Banking System* Brookings Papers on Economic Activity, Fall 261-312.
[80] Fonds Monétaire International (2014b). *Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky?* in World Economic and Financial Surveys : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf. (p.67)

comme les États-Unis dans les années 2000. Une discussion des problèmes de mesure et diverses estimations se trouvent dans le Survey 2014 du FMI[81]. Les activités du SBP peuvent être estimées selon les flux d'activités ou selon l'actif des entités qu'il regroupe. La mesure que retient le Conseil de stabilité financière (CSF) pour son exercice annuel de suivi est fondée sur les actifs détenus par les « autres institutions financières », plus précisément les entités non bancaires comme les fonds de couverture, les fonds du marché monétaire, les sociétés de financement et les véhicules d'investissement structurés[82]. Les mesures rapportées pour le Canada reposent sur la méthode basée sur les activités, en particulier les services d'intermédiation s'apparentant à ceux des banques, mais fournis par l'entremise des marchés.

Le SBP est composé d'entités, telles que les fonds de couverture, mais également des titres de nature diverse que ces entités émettent et échangent. Le gouverneur de la Banque du Canada définit le SBP comme « les activités d'intermédiation de crédit faisant intervenir des entités et des activités qui sont, en partie ou entièrement, extérieures au secteur bancaire classique[83] ». Cette définition correspond à celle adoptée par le CSF, qui en estime la taille mondiale à 70 000 milliards de dollars en 2010, soit le même niveau qu'en 2007; le SBP représentait 27 000 milliards de dollars en 2002[84]. Ces valeurs illustrent sa croissance très rapide, qui concerne surtout quelques pays.

Le SBP concerne en tout premier lieu le Royaume-Uni, la Zone Euro et les États-Unis. À la fin de 2011, 37 % des actifs financiers non bancaires mondiaux étaient détenus aux

---

[81] Fonds Monétaire International (2014b). *Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky?* in World Economic and Financial Surveys : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf. (Chap 2)

[82] Conseil de stabilité financière (2012). *Peer Review of Canada*. Review Report, 30 janvier, disponible à: http://www.fsb.org/2012/01/r_120130/.

[83] Mark Carney (2012). *Quelques questions soulevées actuellement par la réforme financière* Discours du gouverneur de la Banque du Canada au Cercle canadien de Montréal Montréal (Québec) le 8 novembre 2012 disponible à: http://www.banqueducanada.ca/2012/11/quelques-questions-soulevees-actuellement-reforme-financiere/.

[84] Nous rapportons les valeurs numériques élevées de la façon suivante, afin de limiter les confusions qui résultent de l'emploi de billion dans les deux langues avec des sens différents : *a billion* est traduit par un milliard, *a trillion* est traduit par 1000 milliards.

États-Unis, 31 % dans la zone euro, 12 % au Royaume-Uni et 2 % seulement au Canada[85]. Selon le FMI, aux États-Unis, la contribution mesurable du SBP au risque systémique est substantielle[86]. La taille limitée du SBP au Canada peut être associée notamment à la présence très restreinte des prêteurs hypothécaires autres que les banques, au faible développement des fonds du marché monétaire et à l'encadrement strict du marché hypothécaire[87].

3.5 Le risque systémique

Il n'existe pas de définition unanimement acceptée du risque systémique, ni, par conséquent, de mesure reconnue de ce risque. Cette situation est inhérente à la complexité du système financier. Bisias et al. répertorient un grand nombre de définitions et de mesure et écrivent[88]:

> « More than one risk measure will be needed to capture the complex and adaptive nature of the financial system. Because systemic risk is not yet fully understood, measurement is obviously challenging, with many competing—and sometimes contradictory—definitions of threats to financial stability. »

---

[85] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/., p.10.

[86] Fonds Monétaire International (2014b). *Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky?* in World Economic and Financial Surveys : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf.,p.67.

[87] Voir Timothy Lane, sous-gouverneur de la Banque du Canada : Shedding Light on Shadow Banking, Association des CFA de Toronto, 26 Juin 2013, consulté le 24 janvier 2013 à http://www.banqueducanada.ca/2013/06/tour-horizon-secteur-bancaire-parallele/?__utma=1.1138016988.1453642460.1453642460.1453642460.1&__utmb=1.1.10.1453642460&__utmc=1&__utmx=-&__utmz=1.1453642460.1.1.utmcsr=google|utmccn=(organic)|utmcmd=organic|utmctr=(not %20provided)&__utmv=-&__utmk=79772951

[88] Dimitrios Bisias, Mark D Flood, Andrew W Lo and Stavros Valavanis (2012). *A Survey of Ssystemic Risk Analytics*. US Department of Treasury, Office of Financial Research disponible à: http://ssrn.com/abstract=1983602.(p.1). Eric Spink, dans son rapport d'expertise décrit de façon détaillée l'évolution du concept de risque systémique au cours du temps et son caractère polymorphe et imprécis (Eric Spink, *Securities Regulation and Systemic Risk,* February 2016, voir en particulier la *Section 1 What is Systemic Risk* ainsi que la *Section 2 Regulation of Systemic Risk in the Financial Sector.*

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

En dépit de cette situation, il existe un certain consensus autour de trois idées clés. Ce risque est celui de l'occurrence d'un évènement systémique qui touche une ou des composantes du système financier et se transmet, qui induit une rupture (*failure*) importante du marché financier et qui a un impact négatif fort sur l'activité réelle. On trouve ces trois éléments dans la définition du Group of Ten[89] (p. 126).

> « Systemic financial risk is the risk that an event will trigger a loss of economic value or confidence in, and attendant increases in uncertainty about, a substantial portion of the financial system that is serious enough to quite probably have significant adverse effects on the real economy. Systemic risk events can be sudden and unexpected, or the likelihood of their occurrence can build up through time in the absence of appropriate policy responses. The adverse real economic effects from systemic problems are generally seen as arising from disruptions to the payment system, to credit flows, and from the destruction of asset values. »

Un choc financier, tel qu'une faillite bancaire, n'entraînera donc de crise systémique que s'il existe des mécanismes de propagation, tels qu'une titrisation mal encadrée[90]. Par ailleurs, la crise touchera les composantes du système où il apparaît des vulnérabilités. Fouque et Langsan ou encore Bordo et al. (p. 31) soulignent également que le risque systémique est associé à l'idée que les problèmes d'entités du secteur financier affectent l'économie réelle.

> « Systemic Risk is the risk of a disruption of the market's ability to facilitate the flows of capital that result in the reduction in the growth of the global GDP" "systemic event is a situation where: "shocks to one part of the financial system lead to shocks elsewhere, in turn impinging on the stability of the real economy" (p. 31)[91]. »

---

[89] Group of Ten (2001). *Report on Consolidation in the Financial Sector*. BIS, IMF and OECD disponible à: http://www.imf.org/external/np/g10/2001/01/eng/.
[90] Olivier de Bandt and Philipp Hartmann (2000). *Systemic Risk: a Survey*. CEPR Discussion Paper No. 2634 disponible à: http://ssrn.com/abstract=258066., at 11
[91] Michael D Bordo, Bruce Mizrach and Anna J Schwartz (1998). *Real versus Pseudo-international Systemic Risk: Some Lessons from History*. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies 1 (1): 31-58, Jean-Pierre Fouque and Joseph A. Langsan (2013). *Handbook on Systemic Risk* Cambridge University Press. (p.31).

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Le Risk Management Policy Group II estime qu'un choc financier a des conséquences systémiques s'il génère des dommages majeurs au système financier et à l'économie réelle et établit une distinction claire entre les crises financières et systémiques[92]. Les évènements de nature systémique doivent donc être distingués de ceux qui affectent le système financier:

> « In our view, an essential feature of systemic risk is the potential of financial shocks to lead to substantial, adverse effects on the real economy, for example, by causing a reduction in productive investment by reducing credit provision or destabilizing economic activity. Indeed, it is the transmission of financial events to the real economy that is the defining feature of a systemic crisis, and what distinguishes it from a purely financial event[93]. »

Pour l'OICV[94]:

> « Systemic risk refers to the potential that an event, action, or series of events or actions will have a widespread adverse effect on the financial system and, in consequence, on the economy. »

Le CSF, le FMI, et la BRI proposent la définition suivante des événements de nature systémique :

> « A "systemic event" is "a risk of disruption to financial services that (i) is caused by an impairment of all or parts of the financial system and (ii) has the potential to have serious negative consequences for the real economy. » Par ailleurs : « All types of financial intermediaries, markets and infrastructure can potentially be systemically important to some degree[95]. »

---

[92] Counterparty Risk Management Policy Group II (2005). *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*. The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group II disponible à: http://www.crmpolicygroup.org/. (p.5)
[93] John Kambhu, Til Schuermann and Kevin J. Stiroh (2007). *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*. Economic Policy Review 13 (3).
[94] OICV (2011b). *Mitigating Systemic Risk: A Role for Securities Regulators*. Discussion Paper, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions disponible à: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf., p.13
[95] CSF FMI BRI (2009). *Guidance to assess the Systemic Importance of Financial Institutions,*

Si toutes les composantes du marché financier peuvent avoir une importance systémique, il existe par ailleurs un certain consensus formalisé par les organismes internationaux, en ce qui concerne les caractéristiques des entités qui représentent un risque systémique significatif, et des critères ont été établis par les organismes internationaux. Ils font référence à la taille des institutions, au caractère substituable ou non de leurs activités et aux relations qui existent entre ces entités et les autres composantes du marché. Jusqu'à aujourd'hui, les désignations tant internationales que nationales au titre des entités à importance systémique concernent des entités de très grande taille, par rapport à l'économie ou au marché qu'elles desservent. C'est le cas notamment au Canada où les principales banques et IMF ont été désignées. Si toutes les composantes du marché peuvent potentiellement présenter un risque de nature systémique, celui-ci est fort ténu dans de nombreux cas et l'immense majorité des composantes des systèmes financiers ne fait l'objet d'aucune supervision de nature systémique dans la majorité des pays.

Les ACVM mentionnent qu'il n'existe pas de définition du risque systémique de nature réglementaire au Canada. Le *CSA Systemic Risk Committee* évoque une définition opérationnelle utilisée pour les fins de réglementation des valeurs mobilières, qui ne fait pas référence aux effets des événements sur l'économie réelle[96]. Toutefois, pour les fins du présent rapport et compte tenu du contexte économique global auquel nous nous référons, nous utilisons les définitions qui font référence aux effets des événements sur l'économie réelle.

3.6 De l'origine des crises systémiques

Qu'elles soient financières ou systémiques, les crises surviennent lorsqu'un déséquilibre prononcé survient sur un marché, le plus souvent en raison d'un endettement excessif qui gonfle artificiellement le prix de certains actifs. En cela, la CFG ne diffère pas fondamentalement de celles qui l'ont précédé, et résulte de la prise de risque excessive

Markets and Instruments: Initial Considerations and Background paper. Report to G-20 Finance Ministers and Governors FSB, IMF,BIS, Octobre disponible à: http://www.bis.org/publ/othp07.pdf., p.2

[96] Eric Spink, Securities Regulation and Systemic Risk, *supra*, note 88, pages 54-55.

des banques, notamment aux États-Unis[97]. La différence par rapport aux événements antérieurs tient au fait que les banques ont employé les entités hors bilan et la titrisation. Elles ont évité, de ce fait, de détenir les réserves de capitaux compatibles avec l'augmentation des risques[98]. La CFG est née de la bulle de l'immobilier et de la très forte expansion du crédit aux États-Unis et au Royaume-Uni. Elle a été amplifiée et propagée en raison de l'importance de la titrisation, qui est l'opération qui consiste à transférer des créances à des investisseurs en les transformant, par le passage à travers des structures *ad hoc*, en titres financiers émis sur le marché des capitaux[99]. Il existe en effet un consensus à l'effet que les causes fondamentales de la crise se trouvent à ce niveau. Comme l'écrit Le Pan :

> « Nor was the source [of the crisis] just regulatory failures or bank risk-management failures. Macro policy and other explicit policy choices, such as the promotion of home ownership by lower-income individuals and resulting imbalances, were key drivers[100]. »

3.7 Les implications en matière de réglementation

L'évolution des systèmes financiers, mise en évidence par la CFG, a amené les organismes internationaux et les gouvernements à coordonner leurs efforts pour limiter les risques de nouvelle crise systémique. Les divers intervenants ont constaté que la globalisation des institutions et des marchés demandait une réponse globale et que le risque systémique pouvait exister même lorsque les entités étaient individuellement

---

[97] CM Reinhart and K Rogoff (2014). *This Time is Different: a Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*. Annals of Economics and Finance 15 (2): 215-268.; Michael D Bordo and John S Landon-Lane (2012). *The Global Financial Crisis: is it Unprecedented?* Global Economic Crisis: Impacts, Transmission and Recovery. D. C. Maurice Obstfeld, Andrew Mason eds., Edward Elgar Publishing**:** 19-56.

[98] Viral V Acharya and Matthew Richardson (2009). *Causes of the Financial Crisis*. Critical Review 21 (2-3): 195-210.

[99] Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press

[100] Nick Le Pan Look Before You Leap: A Skeptical View of Proposals to Meld Macro-and Microprudential Regulation. CD Howe Institute Commentary No 296, 2009, disponible à http://www.cdhowe.org/pdf/commentary_296.pdf. p. 3

solides. Comme le rappellent Kahou et Lehar, en 2006, 99 % des institutions financières assurées aux États-Unis satisfaisaient aux critères de capitalisation les plus exigeants, selon les données de la *Federal Deposit Insurance Corporation*[101]. Cela n'a pas empêché la crise.

3.7.1 Coordination internationale en matière de réglementation financière

La globalisation des marchés a fait que les crises se propagent rapidement entre les pays, appelant la création d'organismes de surveillance et d'analyse au niveau national et supranational. Il est également apparu que l'encadrement des vecteurs classiques du risque systémique devait être revu et renforcé, tout en limitant les effets de transferts de risque vers les secteurs moins réglementés. Enfin, les composantes du système financier qui étaient jusqu'alors peu réglementées devaient être encadrées. Ces composantes sont principalement associées au SBP.

À la suite du sommet du G20 à Londres, en avril 2009, il a été décidé de renforcer le FMI et de lui attribuer un rôle de surveillance du système financier aux côtés du nouveau CSF[102].

Le CSF est un groupement économique international qui regroupe 26 autorités financières nationales et internationales, principalement des régulateurs bancaires ou prudentiels ainsi que quelques régulateurs en valeurs mobilières, plusieurs organisations internationales dont l'OICV et les groupements élaborant des normes dans le domaine de la stabilité financière. Ses objectifs, liés à la coopération en matière de supervision et de surveillance des institutions financières, sont : 1) déterminer les vulnérabilités du système financier mondial et identifier et évaluer les régulations à mettre en œuvre pour les prévenir ; 2) promouvoir la mise en œuvre et s'assurer du respect des standards internationaux en matière de régulation financière ; et 3) favoriser la coordination et la cohérence des activités des normalisateurs techniques internationaux. Dans un premier

[101] Mahdi Ebrahimi Kahou and Alfred Lehar (2015). *Macroprudential Policy: A Review* disponible à: http://www.policyschool.ucalgary.ca/sites/default/files/research/macroprudential-policy-kahou-lehar.pdf.

[102] Déclaration sur le renforcement du système financier du Sommet de Londres, 2 avril 2009, consultée en ligne à http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009systeme-fr.pdf

temps, les efforts ont porté principalement sur le système bancaire et la résilience des banques. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et son instance de gouvernance, le Groupe des gouverneurs de banques centrales et des responsables du contrôle bancaire, ont élaboré un programme de réformes répondant aux objectifs de refonte du secteur bancaire établis par le G20 à son sommet de Pittsburgh en 2009. Le rapport soumis par le Comité au G20 indique que « la profondeur et l'ampleur de la crise ont été accentuées par les déficiences qui caractérisaient le secteur bancaire, comme par exemple un endettement excessif, l'inadéquation et la qualité médiocre des fonds propres ainsi que l'insuffisance des volants de liquidité. » Un ambitieux programme de révision de la réglementation des banques a été effectué.

Lors du sommet de Séoul, en 2010, les dirigeants du G20 ont identifié le renforcement de la réglementation et de la supervision du SBP comme étant l'une des priorités dans la révision de la réglementation financière. Le CSF a alors été mandaté, avec les autres organismes internationaux concernés, pour développer des recommandations applicables pour renforcer l'encadrement de ce système. Les recommandations du CSF sont parues en 2011[103]. Les autorités sont incitées à se doter de mécanismes qui permettent la réalisation du processus en trois étapes (p.7):

1) La collecte d'information et l'évaluation de l'importance des composantes du SBP. La source principale d'information est relative au flux de fonds entre les participants au marché, donnée dont disposent les banques centrales des États. Le CSF indique que ces données doivent être complétées par celles qui proviennent des groupes bancaires et de leurs filiales, ainsi que des organismes de réglementation.
2) L'identification des zones du SBP associées à des risques systémiques et à des possibilités d'arbitrage réglementaire. Ces composantes sont celles qui effectuent des transformations de maturité ou de liquidité, des transferts de risque ou des opérations à fort niveau de levier.

[103] Conseil de stabilité financière (2011b). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation* Recommendations of the Financial Stability Board, 27 octobre disponible à: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf?page_moved=1.

3) L'analyse détaillée des composantes impliquant un risque systémique et l'évaluation détaillée du niveau d'impact systémique potentiel du défaut des entités concernées. Cette évaluation devrait inclure l'étude de l'encadrement réglementaire et légal des entités concernées.

Nous reviendrons, dans la partie 6 de ce rapport, sur les différences importantes qui distinguent cette approche recommandée de celle qui guide la démarche actuelle du gouvernement fédéral canadien.

3.7.2 Approche macroprudentielle

La CFG a montré qu'il était nécessaire de compléter la réglementation et la surveillance classique des banques par une politique macroprudentielle de gestion du risque systémique. Pour Hirtle et al.[104]:

> « A fundamental conclusion drawn from the recent financial crisis is that the supervision and regulation of financial firms in isolation - a purely microprudential perspective - are not sufficient to maintain financial stability. Rather, a macroprudential perspective, which evaluates and responds to the financial system as a whole, seems necessary. »

Selon French et al.[105]:

> « Financial regulations in almost all countries are designed to ensure the soundness of individual institutions, principally commercial banks, against the risk of loss on their assets. This focus on individual firms ignores critical interactions between institutions. Attempts by individual banks to remain solvent in a crisis, for example, can undermine the stability of the system as a whole. If one financial institution prudently reduces its lending to a second, the loss of funding may cause grave problems for the borrower. We saw this in the World Financial Crisis when Bear Stearns, Lehman Brothers, and

[104] Beverly Hirtle, Til Schuermann and Kevin J Stiroh (2009). *Macroprudential Supervision of Financial Institutions: lessons From the SCAP*. FRB of New York Staff Report no. 409 disponible à: http://ssrn.com/abstract=1515800.
[105] Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press , p.24

> the U.K. bank Northern Rock were unable to roll over their obligations. Similarly, the failure of one financial institution can threaten the viability of many others. »

Dans les activités de marché au sens large et certaines activités de gestion d'actifs, les risques pris sont supérieurs aux risques que mesurent les régulateurs microprudentiels. Par exemple, le niveau des hypothèques à risque peut sembler acceptable au niveau de chacune des banques, mais atteindre un niveau dangereux pour l'ensemble d'un marché si chacune des banques a atteint un niveau relativement élevé. La réglementation microprudentielle vise à s'assurer que chacune des composantes réglementées, telles que les banques, ne puisse faire défaut. La politique macroprudentielle cherche à gérer les risques au niveau de l'économie tout entière.

La politique macroprudentielle doit s'intéresser aux deux dimensions principales du risque systémique, à savoir la dimension instantanée dite aussi en coupe transversale et la dimension temporelle. La dimension instantanée fait référence à la situation où des risques se développent au niveau macro-économique, sans être forcément détectables lorsqu'on analyse indépendamment chacune des entités du système. Par exemple, chacune des entités peut respecter son plafond d'endettement alors que le niveau global d'endettement de l'économie est devenu insoutenable. La dimension temporelle découle du fait que des dispositions réglementaires ajoutées aux relations étroites qui lient divers segments du marché peuvent conduire à exacerber les effets de chocs et des cycles économiques. Par exemple, le mécanisme des réserves liées à la valeur des capitaux propres peut faire que les institutions réduisent leurs prêts en période de crise, à la fois en raison d'une aversion excessive au risque et des impératifs réglementaires. Le mécanisme des réserves est alors dit « cyclique », car il amplifie l'effet des cycles économiques. La gestion macroprudentielle fait intervenir la surveillance et la gestion. Le système financier doit être constamment surveillé pour que les accumulations de risque ou les déséquilibres globaux soient rapidement détectés, mais les entités doivent être amenées à gérer leur risque. La surveillance devrait relever d'une entité unique :

> « One regulatory organization in each country should be responsible for overseeing the health and stability of the overall financial system. The role of the systemic regulator should include gathering, analyzing, and reporting information about

> significant interactions and risks among financial institutions; designing and implementing systemically sensitive regulations, including capital requirements; and coordinating with the fiscal authorities and other government agencies in managing systemic crises. We argue that the central bank should be charged with this important new responsibility[106]. »

Par ailleurs, un ensemble d'outils peuvent être employés pour éviter l'accumulation de risque conduisant à une crise systémique. Les outils de gestion macroprudentielle les plus utilisés dans le monde ont été répertoriés par le FMI[107]. Leur liste permet d'illustrer les diverses dimensions de cette gestion et de mettre en évidence les responsables de leur mise en œuvre. Nous rapportons ci-dessous ces instruments de gestion et leur pourcentage d'application parmi les pays développés. Ils sont regroupés en trois ensembles respectivement dédiés au marché immobilier, au contrôle de la contagion et aux exigences de réserve, et présentés au tableau 1. Le pourcentage d'utilisation renvoie à la proportion des pays développés qui emploient ces méthodes de gestion. Les mesures décrites relèvent des régulateurs des institutions de dépôt, des responsables des marchés hypothécaires et des ministères des finances dans le cas des taxes.

[106] Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press p.24

[107] Eugenio Cerutti, Stijn Claessens and Mr Luc Laeven (2015). *The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence*. IMF Working Paper 15/21 disponible à: http://www.asbaweb.org/E-News/enews-41/Archives2/research/2research.pdf.; Une synthèse de ces travaux est présentée par Claude Lopez, Donald Markwardt and Keith Savard (2015). *Macroprudential Policy: What Does It Really Mean*. Milken Institute disponible à: http://ssrn.com/abstract=2697740.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Tableau 1 : Les instruments de gestion macroprudentielle et leur utilisation dans les marchés développés, selon le FMI

Mesures	Explications	% d'utilisation
Mesures dédiées à l'encadrement de l'immobilier résidentiel		
Encadrement des ratios valeur/ prêt	Gestion des limites d'emprunt immobilier en fonction de la valeur des biens achetés	40
Encadrement des ratios dette/revenus	Gestion des limites d'emprunt immobilier en fonction des revenus des ménages	10
Établissement de réserves de pertes dynamiques	Les réserves requises des institutions prêteuses sont ajustées en fonction des taux de pertes sur prêt	2
Établissement de réserves contre cycliques	Les réserves requises des institutions prêteuses augmentent lorsque les conditions économiques sont favorables	3
Contrôle des effets de contagion		
Endettement	Gestion du niveau d'endettement des intermédiaires	7
Taxes sur les entités à risque systémique	Taxe fonction de l'importance systémique	3
Limites sur les expositions croisées	Restrictions relatives aux activités inter-bancaires et sur celles qui exposent les banques à un risque commun	7
Limites à la concentration		
Taxes sur les institutions financières		12
Exigences de matières de réserves		10
Limites sur les prêts en devise étrangère	Limites aux activités internationales	3
Autres exigences associées aux réserves	Exigences quant aux réserves des banques	2

Les mesures effectivement utilisées correspondent à la liste des objectifs intermédiaires, établie par le Comité européen du risque systémique (CERS). Ces objectifs visent à garantir une meilleure identification des risques et une meilleure analyse de l'efficacité de la politique macroprudentielle[108]. Ces objectifs sont :

[108] Comité européen du risque systémique (2013). *Recommandations of the European Systemic Risk Board on Intermediate Objectives and Instruments of Macro-prudential Policy*. Official

- Limiter la croissance excessive du crédit et du levier, notamment via la sous-estimation des risques ;
- Limiter les différences de maturité entre l'actif et le passif pour éviter les phénomènes de course à la liquidité/ventes forcées à la suite d'une perte de confiance ou d'une modification des anticipations ;
- Limiter la concentration des risques directs ou indirects : le défaut d'une contrepartie dans un contrat de couverture du risque peut générer un phénomène de contagion via la perte de l'assurance sur certains actifs; c'est ce qui a provoqué, notamment, la faillite de l'assureur AIG; et
- Limiter les conséquences systémiques de l'aléa moral, c'est-à-dire la propension des grandes institutions financières, implicitement assurées par l'État, à prendre davantage de risques[109].

Par ailleurs, et conformément à l'importance de l'activité de surveillance, les États membres doivent désigner une autorité chargée de la conduite de la politique macroprudentielle. De même, le nouveau projet de dispositif définissant des exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit demande aux États membres de mettre en place une autorité désignée, chargée de prendre les mesures nécessaires pour prévenir ou atténuer le risque systémique ou les risques macroprudentiels constituant une menace pour la stabilité financière au niveau national[110].

Les outils de gestion macroprudentielle diffèrent selon qu'ils s'adressent à la dimension temporelle ou instantanée du risque systémique. Pour ce qui est de la dimension temporelle, Freixas et al. évoquent l'imposition de réserves contre cycliques[111], la variation temporelle de surcharges imposées aux entités à risque systémique, la variation

---

Journal of the European Union, 15 juin disponible à: http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/2013/ESRB_2013_1.en.pdf.

[109] BSI : http://www.bsi-economics.org/264-definition-politique-macroprudentielle

[110] CERS à https://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.fr.html

[111] Le principe des réserves cycliques conduit à les augmenter lorsque la situation se dégrade, ce qui tend à réduire l'activité des banques lorsque l'économie va mal. Les réserves contre cycliques augmentent en période d'expansion, à un moment où la réduction des fonds disponibles dans le système bancaire a peu d'effets négatifs. Ces réserves permettent de mieux absorber les chocs futurs.

des exigences de marge sur les marchés des pensions et la gestion ajustée dans le temps des coefficients de réserve[112]. Les principaux outils de la gestion instantanée sont relatifs à la gestion de l'assurance dépôt, l'imposition de taxes associées au niveau de risque que présentent les institutions ou encore sur les transactions qui ne sont pas effectuées par l'intermédiaire d'un système de contrepartie centralisée et l'imposition de restrictions pour certains intermédiaires. Il est important de souligner ici que les mesures de gestion du risque systémique généralement proposées n'impliquent pas d'interventions aussi fortes que celles prévues dans l'ébauche de LSMC au Canada. Dans ce pays, comme l'illustre le tableau 1, la majorité des outils macroprudentiels de gestion du risque systémique se trouvent déjà dans les mains du gouvernement fédéral, notamment en ce qui concerne la gestion des risques en matière d'immobilier résidentiel par l'assurance dépôt, les coefficients de réserve et l'endettement des grandes institutions financières.

La gestion macroprudentielle du risque systémique demande que les autorités soient en mesure de déceler les accumulations de risque en temps réel. Les mesures évoquées doivent en effet être déclenchées exactement au moment opportun. Pour cela, les autorités doivent disposer d'un vaste ensemble de données et de modèles, détaillés par Freixas et al. (Chapitre 7). Un premier ensemble de mesures emploie les indicateurs fondamentaux de crédit, d'endettement et de valeur des titres pour identifier les situations de bulle et d'endettement élevé. Un second ensemble s'attache à mesurer les relations entre les institutions, notamment à l'aide des opérations interbancaires à court terme. Les mesures basées sur les données de marché cherchent à identifier les liens entre les institutions et les autres composantes du système financier. Si l'obtention des données fondamentales et celles liées aux banques sont relativement aisées, Freixas et al. reconnaissent (p. 195) que celles relatives aux entités du SBP peuvent poser davantage de difficultés. Toutefois, les limites à l'obtention des données sont d'autant plus faibles que les composantes du système financier sont de grande taille, ce qui est le généralement les cas des entités à risque systémique élevé. Au Canada, le contrôle important du gouvernement fédéral sur les grandes institutions ainsi que son implication dans les

[112] Xavier Freixas, Luc Laeven and José-Luis Peydró (2013). *Systemic Risk, Crisis and Macroprudential Policy*. Cambridge, MA, MIT Press., (p.263).

contrôles des IMF font qu'il est difficile de concevoir des restrictions fortes à l'accès aux données.

3.7.3 La désignation des entités à risque systémique

La BRI par le biais du Comité de Bâle s'est penchée sur l'encadrement des institutions financières qui ont un impact direct sur la stabilité financière mondiale. Le Comité de Bâle a établi des règles permettant d'identifier les établissements bancaires d'importance systémique mondiale (EBISm)[113]. Les indicateurs retenus rendent compte de la taille des banques, de leur interdépendance, de l'absence de substituts directs ou d'infrastructure financière pour leurs prestations de services, de leur activité à l'échelle mondiale et de leur complexité. L'Association internationale des contrôleurs d'assurance et l'OICV ont également développé des méthodes d'identification des établissements financiers d'importance systémique au niveau mondial (EFIS). « Selon les résultats des évaluations effectuées en 2013, aucun établissement financier au Canada n'a été identifié comme étant d'importance systémique mondiale[114]. » Les organismes internationaux ont également établi des principes permettant l'identification des établissements bancaires qui, sans avoir une importance systémique mondiale, peuvent avoir une incidence sur le système financier intérieur (EBISi). Au Canada, l'application des principes a conduit à désigner les six principales banques et les principales infrastructures de marché comme étant d'importance systémique par la Banque du Canada[115].

L'AMF a également désigné le Mouvement Desjardins comme étant d'importance systémique intérieure. Pour cela, l'AMF a adapté les principes de désignation du Comité de Bâle au cas particulier des coopératives.

---

[113] Comité de Bâle (2013). *Banques d'importance systémique mondiale : méthodologie révisée d'évaluation et exigence additionnelle de capacité d'absorption des pertes*. Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, juillet disponible à: http://www.bis.org/publ/bcbs255_fr.pdf.
[114] Éric Chouinard and Erik Ens (2013). *De l'importance systémique des institutions financières*. Banque du Canada: revue du système financier, (décembre): 43-51.
[115] Darcey McVanel and Joey Murray (2012). *Approche de la Banque du Canada à l'égard des Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 55-60, Éric Chouinard and Erik Ens (2013). *De l'importance systémique des institutions financières*. Banque du Canada: Revue du système financier, (décembre): 43-51.

> « (…) l'Autorité a pris en considération les critères d'évaluation recommandés par le Comité de Bâle pour définir l'importance systémique intérieure des institutions de dépôts sous sa juridiction. Ces critères sont les suivants : la taille, l'interdépendance, la complexité et la substituabilité dans le système financier. En outre, compte tenu des caractéristiques propres aux institutions opérant sous sa juridiction, l'Autorité a ajouté un critère de concentration régionale des activités[116]. »

En février 2014, la British Columbia Financial Institutions Commission a désigné Central 1 Credit Union comme entité d'importance systémique en Colombie Britannique. Ces exemples illustrent la capacité des provinces à jouer un rôle significatif dans l'identification et le contrôle des entités systémiquement importantes.

3.7.4 La CFG et les banques canadiennes

La CFG a eu des effets limités sur les banques canadiennes, qui n'ont pas eu recours à un plan de sauvetage. Cette situation a été largement commentée et étudiée par les pays dont le système bancaire a été davantage affecté par la CFG. Toutefois, les banques canadiennes ont fait face à une augmentation de leurs pertes sur prêt et à des difficultés de refinancement. Le gouvernement fédéral a lancé le Cadre de financement exceptionnel, afin d'améliorer l'accès au financement et renforcer le système financier canadien. Le gouvernement a alors accordé « un soutien financier de portée générale aux prêteurs, de même qu'un appui plus direct aux secteurs particulièrement éprouvés du marché du financement », selon le site du ministère des Finances du Canada[117]. Dans le cadre de ce plan, le programme d'achat de prêts hypothécaires assurés permettait à la SCHL d'acheter jusqu'à 125 milliards de dollars en prêts hypothécaires résidentiels assurés. Selon la Revue de la Banque du Canada (juin 2010, p.12), 69 milliards de dollars ont été utilisés dans l'acquisition de prêts hypothécaires titrisés détenus par les différentes institutions financières. Si ces mesures sont présentées comme étant « un coup de pouce

[116] AMF : Avis relatif à la désignation du Mouvement Desjardins à titre d'institution financière d'importance systémique intérieure, disponible à https://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/assurances-inst-depot/avis-ifis-d-cq_desjardins.pdf

[117] Finance Canada, http://www.fin.gc.ca/pub/report-rapport/2009-3/capc2g-fra.asp, consulté le 12 décembre 2015.

aux ménages et aux entreprises de partout au pays » par le gouvernement, il s'agit bien d'une aide apportée aux institutions financières.

3.7.5 La CFG et le secteur de l'assurance

Selon la Banque du Canada[118], les assureurs vie ont eux aussi souffert de la crise financière en raison de la détérioration de la qualité du crédit, de la baisse des cours boursiers et de la diminution des taux de réinvestissement. « Le premier de ces facteurs a eu une incidence sur la valorisation de leurs portefeuilles de placement, alors que la chute brutale des cours boursiers a entraîné des pertes dans les branches des fonds distincts et des contrats de rente à capital variable. Comme ils ne pouvaient plus générer autant de fonds propres, certains assureurs canadiens ont dû mobiliser de nouveaux capitaux sur les marchés et réduire leurs dividendes. » Toutefois, la crise de liquidité dans ce secteur a cependant été moins dure que dans le secteur bancaire, puisque les assureurs ne comptent pas autant que les banques sur les dépôts institutionnels comme source de financement.

3.7.6 La CFG et la titrisation au Canada

Le Canada n'a pas connu d'épisode semblable à celui des *subprimes* aux États-Unis, mais a été touché par la crise du papier commercial, qui en découlait. Les situations étaient en effet fort différentes dans les deux pays[119].

Aux États-Unis, avant la crise, le marché des hypothèques résidentielles dépassait 10 000 milliards de dollars et 55 % de ces hypothèques étaient titrisées; la part des *subprimes* parmi les hypothèques a grandi pour atteindre 20 % du marché, et le montant des titres adossés à des créances hypothécaires de type *subprime* a atteint 1 200 milliards de dollars en 2005 et 2006. Ces prêts à haut risque étaient titrisés à 80 %. Gorton estime le montant du papier commercial en circulation avant la crise à 1 200 milliards de dollars, ce qui représentait 85 % du total de l'avoir et des réserves des banques américaines selon les données de l'OCDE. Au Canada, la crise a touché le papier commercial. Celui émis par les banques canadiennes représentait 76 milliards de dollars, et celui émis par d'autres

[118] Banque du Canada, revue du système financier, juin 2010, p.27
[119] Jean-Marc Suret (2010). Arguments économiques, risque systémique et réglementation des valeurs mobilières au Canada.

émetteurs (le papier commercial non bancaire) totalisait 32 milliards de dollars. Le papier commercial bancaire représentait 51,5 % de l'avoir et des réserves des banques canadiennes. Les situations canadiennes et américaines étaient donc très différentes en ce qui a trait à l'importance relative de la titrisation.

La qualité des actifs sur lesquels étaient basés les produits structurés dans les deux pays était également différente. Les hypothèques incluant les créances à haut risque (*subprime* et Alt-A) représentaient plus de 20 % des actifs sous-jacents aux États-Unis. Ces créances ne jouaient qu'un rôle marginal dans le papier commercial non bancaire au Canada. Les problèmes vécus au Canada résultent de la perte de confiance des investisseurs et de l'opacité des produits et non de la mauvaise qualité des titres sous-jacents. Lorsque la bulle immobilière a éclaté aux États-Unis, les acteurs du marché étaient incapables de déterminer la nature exacte des sous-jacents au papier commercial, et ils ont cessé de les refinancer. Nous analysons la crise du PCAA non bancaire canadien dans la partie 5.

3.7.7 Implications et actions en matière de réglementation des valeurs mobilières

Avant la crise, la protection contre le risque systémique relevait essentiellement des organismes qui géraient le système bancaire. Les banques étaient en effet vues comme le principal vecteur de risque systémique. Comme le note l'OICV:

> « With most monetary authorities targeting financial stability via money-market and credit-market instruments, and with financial regulators focusing squarely on the soundness of individual financial institutions and the integrity of financial markets, there was no generally recognised need for securities regulators to take a financial stability perspective. There was also limited research on the impact of financial market developments on the soundness of financial institutions and the stability of the financial system. As a result, securities regulators did not have a significant role in identifying and responding to macro-prudential issues[120]. »

[120] OICV (2011b). *Mitigating Systemic Risk: A Role for Securities Regulators*. Discussion Paper, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions disponible à: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Au cours des années 90 et 2000, on a assisté au développement rapide du financement de marché, notamment aux États-Unis. Cette évolution a correspondu au développement de la titrisation, au développement des fonds du marché monétaire et des fonds de couverture qui s'adressent également aux investisseurs. Pour ces raisons, la prise en compte du risque systémique est devenue une composante de la mission des organismes responsables de la réglementation des valeurs mobilières. L'OICV a reconnu des lacunes dans la réglementation et la supervision, notamment dans les domaines où les règles de divulgation et de conduite des affaires sont inadaptées, inapplicables ou insuffisantes. C'est le cas notamment des créances adossées aux actifs et autres produits structurés dont l'analyse demande une expertise et des efforts considérables.

> « During the crisis, a number of contributing factors that threatened financial stability were not sufficiently mitigated by the practice and/or scope of business conduct oversight and disclosure regulation prevailing at the time. [...] The role of non-bank financial institutions (with securities regulators as the primary regulator). Some of these institutions played a similar role to banks in creating and transmitting systemic risk, but were not subject to a corresponding level of supervision[121]. »

Il faut souligner que la prise en compte de dimensions systémiques plus importantes dans la mission des organismes de réglementation des valeurs mobilières n'induit pas de changement fondamental dans la mission et le fonctionnement de ces organismes:

> « Securities regulators need to consider how the core functions of business conduct regulation and ensuring transparent, fair and efficient markets can support, and in turn be supported by, monitoring and mitigation of systemic risk within securities markets, and how the core tools of securities regulators can be better applied to address systemic risk concerns[122]. »

---

[121] OICV (2011b). *Mitigating Systemic Risk: A Role for Securities Regulators*. Discussion Paper, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions disponible à: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf., p.8-9.

[122] OICV (2011b). *Mitigating Systemic Risk: A Role for Securities Regulators*. Discussion Paper, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions disponible à: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf., p.6 Pour une révision détaillée de l'évolution de la pensée de l'OICV, voir Eric Spink, *supra,* note 88, SubSection 2(c) *Systemic*

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

L'OICV a créé le Groupe de travail sur le risque systémique pour élaborer les principes de gestion du risque systémique, groupe de travail co-présidé par l'AMF et l'OSC. De plus, l'organisation s'est dotée d'une entité dédiée à la recherche (*The Research Department*) et d'un Comité sur les risques émergents (*Committee on Emerging Risks*). Enfin, en juillet 2010, l'OICV a adopté de nouveaux principes de réglementation qui incorporent la nécessité, pour les organismes de réglementation en valeurs mobilières, de gérer et réduire le risque systémique. Les principes ajoutés en lien direct avec le risque systémique sont listés ci-dessous :

- « Principle 6: The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate.
- Principle 7: The regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.
- Principle 8: The Regulator should seek to ensure that conflicts of interest and misalignment of incentives are avoided, eliminated, disclosed or otherwise managed.
- Principle 22: Credit rating agencies should be subject to adequate levels of oversight. The regulatory system should ensure that credit rating agencies whose ratings are used for regulatory purposes are subject to registration and ongoing supervision.
- Principle 23: Other entities that offer investors analytical or evaluative services should be subject to oversight and regulation appropriate to the impact their activities have on the market or the degree to which the regulatory system relies on them.
- Principle 28: Regulation should ensure that hedge funds and/or hedge funds managers/advisers are subject to appropriate oversight. »

Un comité de suivi a été instauré en février 2012, dont le mandat est d'assurer du suivi des principes dans chaque juridiction. L'OICV a donc pris des initiatives majeures en matière de réglementation des valeurs mobilières à portée systémique.

Risk regulation after the 2007-08 crisis.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

4 LES ÉLÉMENTS DE RISQUE SYSTÉMIQUE CLASSIQUES AU CANADA

Cette section est consacrée aux mécanismes dont dispose le gouvernement fédéral pour gérer le risque systémique découlant des activités des institutions financières ainsi qu'aux outils de surveillance et de gestion macroprudentielle. Au Canada, la réglementation prudentielle, qui concerne les institutions bancaires principalement, est de la responsabilité essentielle du gouvernement fédéral et de ses institutions. Nous avons montré, dans les sections précédentes, l'importante concentration du système financier canadien. En particulier, les groupes bancaires détiennent les principales firmes de courtage. Ils sont responsables d'une partie importante de la titrisation, avec la SCHL, de responsabilité fédérale. Les grandes sociétés d'assurance, responsables de la majorité du chiffre d'affaires du secteur, sont également sous juridiction partagée fédérale-provinciale. Enfin, les IMF sont également en partie sous la responsabilité partagée des institutions fédérales et provinciales. Chouinard et Ens décrivent les travaux effectués par la Banque du Canada pour déterminer l'importance systémique et soulignent (p.44) que « l'importance systémique n'est donc pas déterminée par la probabilité de défaut d'une entité, mais par les conséquences potentielles d'un tel événement[123] ». On doit supposer que toutes les entités dont le défaut pourrait avoir des conséquences de nature systémique ont été repérées et sont maintenant supervisées en fonction des nouvelles normes internationales.

4.1 Vue d'ensemble

Selon la Banque du Canada, le système financier canadien présenterait trois éléments de vulnérabilité, soit le niveau élevé d'endettement des ménages, le déséquilibre dans le secteur immobilier et la faible liquidité, ainsi que les prises de risque dans les marchés financiers[124]. Selon le FMI, le niveau très élevé de concentration du système bancaire canadien ajoute un élément important de risque systémique, qu'omet de mentionner la Banque du Canada.

---

[123] Éric Chouinard and Erik Ens (2013). *De l'importance systémique des institutions financières*. Banque du Canada: Revue du système financier, (décembre): 43-51.
[124] Banque du Canada (2015). *Revue du systéme financier, juin* et Banque du Canada (2014). *Revue du système financier, décembre.*

Le niveau d'endettement des ménages relève de la politique monétaire et des conditions d'assurances des prêts gérées par la SCHL, organisme fédéral. Le niveau d'endettement des ménages est également une vulnérabilité : selon la Banque du Canada, quelque 35 % de ces prêts consentis par des banques fédérales de faible envergure depuis la fin de 2012 pourraient être considérés comme du crédit de moindre qualité[125]. Ici encore, la gestion du problème relève largement des politiques en matière de prêt et d'assurance de prêt, ainsi que de la politique de taux d'intérêt. Cette situation a probablement incité le nouveau resserrement de l'accès au crédit immobilier annoncé en décembre 2015. Les prises de risque sur le marché financier sont parfaitement normales et il est difficile de déterminer à quel moment elles deviennent excessives. Par ailleurs, la création de bulles dans le secteur immobilier comme sur le marché boursier n'est pas indépendante de l'afflux de liquidités et des politiques de taux d'intérêt, deux leviers qui se trouvent entre les mains du gouvernement fédéral. Les vulnérabilités du système financier canadien, identifiées par la Banque du Canada, semblent donc associées largement à des politiques et mesures qui se trouvent entre les mains du gouvernement fédéral.

4.2 La politique macroprudentielle

Au niveau fédéral, le Canada ne dispose pas d'une entité unique dédiée à la gestion du risque systémique; la responsabilité est partagée entre le Ministère des Finances, le BSIF, la SADC et la Banque du Canada. Toutefois, la Banque du Canada joue un rôle central dans le suivi du marché et dans l'évaluation des risques systémiques.

La Banque du Canada procède régulièrement à l'évaluation des vulnérabilités du système financier, et publie ces analyses. Elle a pour cela développé plusieurs modèles, dont un modèle d'indicateurs de déséquilibre qui sert à « déceler les vulnérabilités des systèmes financiers en comparant les données économiques et financières contemporaines à celles des périodes précédant des épisodes de tensions financières[126] ». La Banque du Canada a également développé le Cadre d'évaluation des risques macrofinanciers (CERM) qui

[125] Banque du Canada (2014). *Revue du système financier, décembre.*
[126] Gurnain Pasricha, Tom Roberts, Ian Christensen and Brad Howell (2013). *Vulnérabilités du système financier : une approche fondée sur des indicateurs avancés*. Revue de la Banque du Canada Automne: 11-22.

modélise « les liens d'interdépendance entre la liquidité et la solvabilité au sein d'un système financier comptant de multiples établissements reliés entre eux par un réseau. [...] Le Cadre a pour but principal de contribuer à mesurer les risques présents dans le système bancaire canadien[127] ». La Banque du Canada semble donc disposer des outils et des données requises pour évaluer les vulnérabilités du système financier et pour permettre éventuellement le déclenchement des outils de gestion du risque systémique. Concrètement, cela signifie que la détection d'une augmentation importante du risque des prêts hypothécaires pourrait conduire à un changement significatif des conditions d'assurance de ces prêts. Ce changement pourrait intervenir avant que la dégradation des portefeuilles de prêt des banques n'influence le marché des produits structurés.

Par ailleurs, la Banque du Canada et le BSIF disposent de la majorité des outils d'intervention macroprudentiels. Selon le sous-gouverneur de la Banque du Canada, « The most effective macro-prudential policies to date appear to have been the imposition of maximum loan-to-value (LTV) and debt-to-income (DTI) constraints. Increased capital weights on bank holdings of mortgages have also had an impact[128]. » Cette déclaration illustre bien le rôle central de la prise de risque des banques dans la croissance du risque systémique ainsi que les outils dont dispose le gouvernement fédéral pour limiter ce risque. Les éléments mentionnés sont ceux que nous avons évoqués en 3.7.2.

4.3 Les éléments d'importance systémique classiques

Le BSIF surveille les banques et intervient de façon différenciée suivant leur situation, définie selon différents stades. Le stade 1 est celui des signes précurseurs : le BSIF constate des lacunes qui pourraient entraîner les problèmes. Au stade 2, « la sûreté et la stabilité de l'institution sont préoccupantes et celle-ci pourrait subir les contrecoups de

[127] Céline Gauthier and Moez Souissi (2012). *Comprendre le risque systémique au sein du secteur bancaire : le Cadre d'évaluation des risques macrofinanciers*. Printemps: 32-42.
[128] The Long-Term Evolution of House Prices: An International Perspective Remarks by L. Schembri Deputy Governor of the Bank of Canada, Canadian Association for Business Economics Kingston, Ontario 25 August 2015, consulté le 13 décembre 2015 à http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/08/remarks-250815.pdf . Cette déclaration est parfaitement cohérente avec la liste des outils de gestion du risque systémique présentée au tableau 1.

conditions commerciales et économiques négatives. Le BSIF a décelé des problèmes susceptibles de s'aggraver faute de mesures promptes, bien qu'ils ne soient pas suffisamment graves pour menacer la viabilité financière ou la solvabilité de l'institution dans l'immédiat ». Cette situation survient lorsque « 1) l'ensemble du risque net global, des fonds propres et des bénéfices de l'institution la rend vulnérable à des conditions commerciales et économiques négatives qui pourraient présenter une menace grave pour sa viabilité financière ou sa solvabilité à moins de mesures correctives efficaces; 2) l'institution connaît des problèmes de gestion des risques qui, bien qu'ils ne soient pas suffisamment graves pour présenter une menace immédiate pour sa viabilité financière ou sa solvabilité, pourraient s'aggraver s'ils ne sont pas réglés sans tarder[129] ».

À ce stade, le BSIF dispose de pouvoirs étendus; il peut notamment obliger l'institution à intégrer à son plan d'entreprise des mesures pertinentes visant à régler les problèmes dans des délais précis, peut obliger l'institution à effectuer une vérification spéciale menée par un vérificateur autre que le vérificateur externe de l'institution, ou élaborer un plan d'urgence pour être prêt à prendre sans tarder le contrôle des actifs de l'institution ou de l'institution même si la situation s'aggrave rapidement.

Si les mesures correctrices ne sont pas apportées rapidement, et si la situation se détériore, le BSIF peut juger que la viabilité financière est sérieusement compromise, et classer la banque au stade 3. Le BSIF prend alors de fait le contrôle de l'institution défaillante : il « charge des spécialistes ou des professionnels externes d'évaluer certains secteurs, par exemple la qualité des garanties de prêts, les évaluations des actifs et l'adéquation des réserves, étend les restrictions à l'exploitation qui ont déjà été imposées à l'institution et/ou augmente le niveau de détail des renseignements que l'institution doit lui présenter et le personnel du BSIF se rend sur place pour surveiller la situation de l'institution de façon continue ».

Le BSIF dispose donc de pouvoirs étendus en ce qui concerne les banques; les pouvoirs sont de même nature en ce qui concerne les sociétés d'assurance vie et d'assurances

[129] Site du BSIF, consulté le 14 décembre 2015.

générales fédérales. Ces pouvoirs sont détaillés dans les différents guides d'intervention disponibles sur le site du BSIF.

4.4 Les infrastructures de marché financier

Le gouverneur de la Banque du Canada a désigné les principaux systèmes de compensation et de règlement comme étant d'importance systémique[130]. La Banque du Canada dispose par ailleurs de nombreux pouvoirs vis-à-vis des principaux systèmes de compensation et de règlement désignés, en vertu de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Elle peut effectuer des vérifications, exiger qu'un système de compensation et de règlement lui fournisse les renseignements dont elle a besoin, les communiquer aux autres organes chargés de réglementer ce système de compensation et de règlement, adresser une directive écrite pour que celle-ci renonce à certaines actions susceptibles de compromettre le contrôle du risque systémique et peut interdire la participation d'institutions étrangères aux systèmes désignés ou soumettre cette participation à des conditions. Par ailleurs, la Banque peut également aider un système de compensation et de règlement désigné en fournissant une garantie de règlement ou des prêts de liquidités[131].

Selon une publication de la Banque du Canada[132],

> « Il importe de souligner que l'amélioration notable de la limitation des risques relativement aux systèmes de compensation et de règlement d'importance systémique au Canada, tels que le STPGV, le CDSX et le système de la CLS Bank, a permis de supprimer presque entièrement le risque que la défaillance d'une institution se transmette à d'autres à la suite d'opérations effectuées dans le cadre de ces systèmes. »

---

[130] Ces systèmes sont présentés à la section 0. Il s'agit du STPGV, du CDSX, du CDCS, de la CLS Bank et du service SwapClear.

[131] http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/surveillance-systemes-designes-compensation-reglement/

[132] Jim Armstrong and Gregory Caldwell (2008). *Les banques et le risque de liquidité: tendances et leçons tirées des récentes perturbations*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 55-60.

Le gouvernement canadien dispose donc, via la Banque du Canada et le BSIF, d'outils très importants de gestion macro et microprudentiels du risque systémique. En raison de la concentration très forte du système financier canadien, ces outils s'appliquent à des entités qui représentent une part très importante du système financier canadien.

5 SYSTÈME BANCAIRE PARALLÈLE, RISQUE SYSTÉMIQUE ET RÉGLEMENTATION AU CANADA

5.1 Vue d'ensemble

Avant de passer en revue les composantes du SBP et leur contribution potentielle au risque systémique, il semble utile de dresser une image globale du SBP au Canada. Nous utiliserons la terminologie et la classification employées dans la Revue de la Banque du Canada. Le terme de financement de marché est utilisé comme synonyme de financement bancaire parallèle.

Il existe deux approches pour estimer l'importance des activités de financement de marché. Toutes deux sont imparfaites, en raison de la complexité de ce système et des interactions qui le caractérisent : la mesure basée sur les entités et celle basée sur les activités. Au Canada, les deux mesures conduisent à des estimations différentes. L'approche basée sur les entités, utilisée par le CSF, demande qu'on évalue les actifs détenus par les « autres institutions financières », soit les entités non bancaires : fonds de couverture ou du marché monétaire, sociétés de financement ou véhicules d'investissement structurés. Selon le CSF, cette façon de procéder omet les activités du SBP menées par les banques[133]. Toutefois, dans la mesure où le système parallèle est défini comme étant celui qui échappe aux banques, il semble paradoxal d'y comptabiliser des activités et montants qui apparaissent dans leur bilan. Comme le note le CSF[134] :

---

[133] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/., (p.26)

[134] Conseil de stabilité financière (2015a). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Financial Stability Board, 12 novembre disponible à: http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/. (p.18)

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

> « Entities that are consolidated into a banking group for prudential purposes are already subject to appropriate regulation/supervision of shadow banking risks (i.e. maturity/liquidity transformation, imperfect credit risk transfer, and/or leverage) and therefore excluded from the shadow banking estimate. »

La méthode basée sur les activités tente d'estimer les montants liés à chacune des cinq activités identifiées par le CSF dans son rapport de 2015. Au Canada, la part des actifs détenus par les autres institutions non bancaires a diminué de façon importante entre 2010 et 2011. Cette diminution ne traduit pas une réduction de la titrisation. Elle découle de l'adoption des normes comptables IFRS au Canada en matière de consolidation. Ces nouvelles normes ont imposé aux banques de consolider les entités à vocation spéciale, qui regroupaient les produits structurés et qui n'apparaissaient pas jusqu'alors au bilan. Les produits de titrisation sont toujours présents, mais ils ont réintégré le bilan des banques et, du même coup, le cadre de la réglementation prudentielle.

Selon la mesure basée sur l'encours des passifs, le SBP a été multiplié par trois ou quatre au Canada et aux États-Unis depuis 1995, ce qui correspond à l'augmentation de l'intermédiation bancaire traditionnelle. La progression du SBP avait été beaucoup plus forte aux États-Unis au cours des années 90 et 2000. Avant la CFG, le financement de marché représentait deux fois l'intermédiation bancaire classique aux États-Unis[135]. En 2014, la taille du SBP canadien est estimée à 40 % de celle du système bancaire traditionnel, en baisse par rapport aux 50 % mesuré avant 2008[136].

---

[135] James Chapman, Stéphane Lavoie and Lawrence Schembri (2011). *Le financement de marché au Canada sort de l'ombre*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 33-44.
[136] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/.

Les actifs détenus par les intermédiaires non bancaires canadiens représentent environ 3 % du total mondial à la fin de 2014, contre 40 % pour les États-Unis[137]. Sur la base des données de 2013, alors que les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni détenaient respectivement 33, 34 et 12 % du total mondial, le FMI écrit :

> « So far, the (imperfectly) measurable contribution of shadow banking to systemic risk in the financial system is substantial in the United States but remains modest in the United Kingdom and the euro area[138]. »

Selon cette ligne de raisonnement, il semble peu probable qu'un pays où le SBP représente 3 % du total mondial présente un niveau de risque systémique significatif. Selon le plus récent rapport du CSF basé sur les données de 2014, le Canada se situe au 8ème rang mondial pour ce qui est de la taille du SBP par rapport au produit national brut. Il se place à l'avant dernier rang des 19 pays étudiés pour ce qui est du risque induit par les liens et risque de contagion entre les banques et le SBP. Il est également classé 18ème sur 19 en ce qui concerne l'actif géré par les intermédiaires financiers non bancaires rapporté à l'actif des banques[139]. Il s'agit de trois indicateurs importants du niveau de risque systémique dans une économie. Les données compilées par le CSF indiquent que le SBP canadien est loin de représenter la taille ou les facteurs de risque qui prévalent dans des pays où cette menace est considérée comme faible et qu'il a peu en commun avec le SBP des États-Unis.

Le SBP ne représente donc certainement pas une menace systémique majeure au Canada, d'autant que la nature de la titrisation y est particulière. Au Canada, 60 % des activités du

---

[137] Conseil de stabilité financière (2015a). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Financial Stability Board, 12 novembre disponible à: http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/.
[138] Fonds Monétaire International (2014b). *Shadow Banking Around the Globe: How Large, and How Risky?* in World Economic and Financial Surveys : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/c2.pdf., p.67
[139] Conseil de stabilité financière (2015a). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Financial Stability Board, 12 novembre disponible à: http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/., p.29 et p.30.

SBP relève de la titrisation des hypothèques qui sont garanties par le gouvernement[140] et par ailleurs titrisées en grande partie via la SCHL. Cette situation permet un contrôle serré du risque, puisque l'un des principaux facteurs à l'origine de la CFG a été le très fort effet de levier qui était intégré aux produits structurés et que recherchaient activement certaines institutions financières[141]. D'ailleurs, lors de la CFG, « dans notre pays, un seul segment du secteur du financement de marché, à savoir celui du PCAA non bancaire, a été touché sévèrement par la tourmente, les autres (notamment ceux des pensions et des titres hypothécaires) s'étant relativement bien comportés[142] ».

Au Canada, les cinq chantiers prioritaires qui ont été définis par la Banque du Canada en ce domaine sont: 1) d'atténuer les effets de débordement entre le système bancaire traditionnel et le système parallèle; 2) de rendre les organismes de placement collectif (OPC) du marché monétaire moins sujets à des retraits massifs; 3) de mesurer et réduire les risques systémiques qu'engendrent les entités du secteur parallèle; 4) d'évaluer et harmoniser les intérêts des acteurs à l'origine de la titrisation; et 5) de diminuer les risques et les incitations procycliques associés aux opérations de pension et aux prêts de titres.

Les composantes du financement de marché rapportées par la Banque du Canada à la fin de 2010 sont : les titres hypothécaires LNH, les TAA, les titres à court terme, soit le papier commercial, le PCAA et les acceptations bancaires, les OPC du marché monétaire, et le marché des pensions. Nous traitons également des dérivés hors cote (OTC derivatives) et des fonds de couverture ainsi que des fonds négociées en bourse (ETFs),

---

[140] James Chapman, Stéphane Lavoie and Lawrence Schembri (2011). *Le financement de marché au Canada sort de l'ombre*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 33-44. (p.36) Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/, Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68.

[141] Discours de Pierre Duguay - Ancien sous-gouverneur de la Banque du Canada - devant la section de Toronto de la Risk Management Association Toronto (Ontario), 8 janvier 2009 consulté le 16 décembre 2015 sur le site de la Banque du Canada à http://www.banqueducanada.ca/2009/01/stabilite-financiere-saine-gestion-risques/

[142] James Chapman, Stéphane Lavoie and Lawrence Schembri (2011). *Le financement de marché au Canada sort de l'ombre*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 33-44. (p.34)

puisque ces entités sont évoquées dans l'ébauche de LSMC. Nous traitons également des fonds d'investissement et des agences de notation, qui ne sont pas considérés comme des composantes du SBP mais avec lequel ils interagissent.

5.2 La titrisation

5.2.1 Description

La titrisation est l'opération par laquelle les créances sont regroupées puis transformées en titres financiers négociables émis sur le marché des capitaux, nommés produits structurés. Cette transformation se fait en regroupant un lot de créances, cédées ensuite à une structure ad hoc qui en finance le prix d'achat en plaçant des titres auprès d'investisseurs. Les titres auront été, au préalable, évalués par une agence de notation. Les produits structurés sont le plus souvent des obligations, des billets à terme ou des billets de trésorerie lorsque la transformation aboutit à l'émission de PCAA. Les titres émis sur le marché des capitaux permettent aux détenteurs de recevoir une partie du paiement des créances et de réaliser un rendement supérieur à celui des titres gouvernementaux. L'opération permet aux institutions qui ont émis les créances de recevoir des liquidités pour augmenter leurs activités tout en enlevant des prêts de leur bilan, lorsque les normes comptables le permettent. Le modèle de financement qui fait intervenir la titrisation est celui de l'octroi puis de cession de crédits (*originate and distribute*). Nous n'entrons pas ici dans le détail des montages et des diverses catégories de produits structurés. Nous introduisons toutefois une différence entre la titrisation des créances hypothécaires et celle des créances non hypothécaires, entre la production de titres à échéance supérieure à un an et celle de papier commercial à échéance courte, puis entre la titrisation bancaire et la titrisation non bancaire.

5.2.2 La titrisation des hypothèques

Les titres adossés aux hypothèques (TAH) sont des produits de financement structurés basés sur des prêts hypothécaires seulement. Les titres adossés à des créances immobilières (ou hypothécaires) avec flux groupés (*collateralized mortgage obligation* ou CMO) sont des produits de financement structurés destinés aux investisseurs institutionnels. Ils offrent une transformation des flux qui permet d'offrir un profil d'amortissement défini à l'avance. Les titres peuvent être divisés en tranches en fonction

du risque des créances sous-jacentes. La titrisation fait intervenir trois groupes d'agents. Les banques (cédants) émettent les prêts hypothécaires et se chargent de la collecte des intérêts et des remboursements de capital auprès des emprunteurs. À ce niveau, la gestion du risque relève du cadre prudentiel et fait intervenir les assureurs hypothécaires. La titrisation implique en effet un transfert du risque de défaut des emprunteurs vers les détenteurs des TAH. Les opérations de rehaussement de crédit consistent à introduire un facteur (la réserve) qui rehausse la qualité de l'opération du point de vue du risque de crédit supporté par l'investisseur. Le cédant conserve alors une part des créances à risque élevé, ou fait appel à une société de rehaussement de crédit qui fournit une assurance. La notation des produits de la titrisation est alors rehaussée.

Les fournisseurs de financement (les vendeurs ou conduits) achètent les créances et les assemblent pour émettre des TAH. Ce sont généralement des entités séparées de l'émetteur nommées entités ad hoc, aussi connues sous le terme d'entités à vocation spéciale (*Special Purpose Entity* ou SPE en anglais). Dans le cas de la titrisation bancaire, les entités sont liées aux banques qui tirent une partie de leurs revenus des opérations de transformation. Au niveau de la transformation (ou structuration du financement), le risque réside dans la façon dont les créances sont assemblées et parfois découpées, ainsi que dans la qualité de l'information associée aux titres complexes ainsi créés. L'opacité des produits structurés a été souvent évoquée comme l'une des sources des problèmes lors de la CFG. Les TAH subissent un risque de taux d'intérêt et un risque de paiement anticipé: si les taux d'intérêt baissent, les détenteurs de crédit hypothécaire ont avantage à rembourser leur prêt pour emprunter à un taux moindre. Ces risques peuvent être gérés lors de la transformation par l'utilisation de contrats d'échange de taux d'intérêt, qui transfèrent le risque vers des entités désireuses et capable d'assumer ce risque contre rémunération.

La distribution des produits de la titrisation fait intervenir des courtiers, ou les banques elles-mêmes. Les détenteurs des TAH sont souvent des investisseurs institutionnels, mais les banques offrent également ces produits à leurs clients. Les TAH procurent un rendement supérieur à celui des titres gouvernementaux. Le risque qui prévaut à ce niveau est lié à l'asymétrie informationnelle, en raison de la complexité des produits. Il

convient de s'assurer que les acquéreurs potentiels ont les qualifications requises et une compréhension suffisante des produits de financement structurés et de leur contenu pour en évaluer correctement les risques.

5.2.3 La titrisation non hypothécaire

Les TAA sont des valeurs mobilières qui résultent de la transformation d'un ensemble de créances non hypothécaires, telles que les cartes de crédit, prêts automobile, prêts personnels et étudiants ou crédit-bail. Le titre garanti par des créances (TGC ou *collateralized debt obligation - CDO*) est un type particulier de TAA émis par une structure d'accueil ou une fiducie créée à cet effet. Sa structure est complexe et les TGC peuvent découler de la transformation de créances hypothécaires, non hypothécaires ou d'un assemblage des deux catégories. Les TGC synthétiques sont basés sur des dérivés de crédit. Les TGC sont généralement divisés en tranches de qualités différentes. La tranche supérieure est prioritaire lorsque les montants reçus des créanciers deviennent insuffisants pour rembourser les acquéreurs des produits de financement structurés. La titrisation des créances non hypothécaires implique un niveau de risque supérieur à celui des TAH, en raison de l'absence de garantie des créances, de la diversité des cédants émetteurs et du manque d'information. Le problème d'information est particulièrement important dans le cas des PCAA dont une grande partie est émise par une structure ad-hoc « multicédant », dans laquelle le promoteur, habituellement l'une des grandes banques canadiennes, offre des capitaux à un groupe de clients variés. Les conduits « multicédants » achètent des actifs auprès d'une multitude de vendeurs, dont l'identité n'est pas connue des investisseurs. Les vendeurs émettent quotidiennement du nouveau papier commercial, les actifs peuvent régulièrement faire l'objet de substitutions. La quantité d'information nécessaire pour décrire les différents programmes de titrisation et celle relative aux divers cédants est énorme. La production de prospectus ne peut être facilement envisagée dans ce cas, et les investisseurs doivent se référer aux notations établies par les agences[143]. Les investisseurs dans le PCAA sont les OPC du marché monétaire, les fonds de pension, des

[143] Alex Erskine (2010). *Rethinking Securities Regulation after the Crisis: An Economics Perspective*. Australian Securities & Investment Commission disponible à: http://www.researchgate.net/profile/Alex_Erskine/publication/242685635., p.16

entreprises et le gouvernement qui vont généralement se baser sur la notation émise par les agences pour évaluer le risque des produits de financement structurés.

5.2.4 Les risques systémiques associés à la titrisation

Le développement de la titrisation provoque les risques suivants :

Le risque de détérioration de la qualité du portefeuille de prêt et le risque de crédit : Les institutions qui pratiquent le modèle d'octroi puis de cession de crédits sont incitées à prendre davantage de risques dans leur activité de prêt pour deux raisons principales. Premièrement, elles disposent de fonds plus importants que si elles utilisent seulement les dépôts des épargnants : les montants disponibles pour l'activité de prêt augmentent avec la titrisation. En principe, la plus grande disponibilité des fonds devrait réduire les taux d'intérêt; c'est d'ailleurs la raison pour laquelle les gouvernements ont favorisé la titrisation. Deuxièmement, le risque des prêts est en grande partie transféré aux détenteurs de produits structurés. La titrisation réduit donc la motivation des banques de filtrer adéquatement des demandes de prêt. Aux États-Unis, un lien direct a été établi entre la qualité des portefeuilles de prêt et l'emploi du modèle d'octroi puis de cession de crédits[144].

Le risque d'augmentation de l'endettement des ménages : lorsque se développe la titrisation hypothécaire, les banques disposent de fonds plus abondants. Elles prennent davantage de risque et sont en mesure de réduire leurs taux. Davantage de ménages peuvent ainsi emprunter. La titrisation favorise donc l'endettement des ménages et peut induire une spirale à la hausse des prix immobiliers, en raison de l'augmentation de la demande. Cette hausse peut provoquer celle des prêts accordés, lorsque la valeur des biens immobiliers est le critère d'octroi des prêts hypothécaires. Ce mécanisme a conduit à la crise des *subprimes* aux États-Unis. Comme le soulignent French et al.[145] :

---

[144] Amiyatosh Purnanandam (2011). *Originate-to-distribute Model and the Subprime Mortgage Crisis*. Review of Financial Studies 24 (6): 1881-1915, Benjamin J. Keys, Amit Seru and Vikrant Vig (2012). *Lender Screening and the Role of Securitization: Evidence from Prime and Subprime Mortgage Markets*. 25 (7): 2071-2108.

[145] Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press

> « US policymakers also contributed to the severity of the Crisis by pushing Fannie Mae and Freddie Mac to increase the availability of mortgage funding to borrowers with questionable ability to repay their mortgages. As a result of this pressure, both agencies relaxed their standards for the mortgages they purchased and guaranteed. The demand for homes by borrowers who qualified for mortgages because of these lower standards pushed up prices, and the default by many of them during the recession contributed to the drop in home prices. »

Le risque de transmission : par sa nature même, la titrisation transfère les problèmes d'un marché à l'autre. Les risques de défaut sur prêt que subissent les banques sont transférés à l'ensemble des investisseurs, institutionnels ou non, qui détiennent les titres adossés aux créances. De façon générale, et particulièrement lorsque la titrisation conduit à l'émission de titres transigés sur le marché monétaire, les investisseurs peuvent avoir l'impression que les produits de financement structurés sont peu risqués, ce qui n'est pas toujours le cas.

Le risque de liquidité : Les valeurs mobilières issues de la titrisation sont complexes et opaques, en raison du processus de structuration du financement au cours duquel les créances sont intégrées puis différenciées en tranches. Dans certains cas, les produits de financement structurés incorporent d'autres TAA ou des dérivés de crédit. Les investisseurs peuvent difficilement les analyser en détail et s'en remettent donc aux agences de notation. Lorsque des doutes surviennent sur la qualité d'ensemble des prêts inclus dans une catégorie de TAA, l'ensemble des titres devient suspect. L'opacité et la complexité des produits font que les doutes ne peuvent être rapidement dissipés et que le marché se fige. Cette situation est particulièrement dommageable dans le cas des titres du marché monétaire, en raison des échéances très courtes des produits. Afin de limiter ce risque, les banques qui cèdent les créances s'engagent à fournir des facilités de trésorerie.

La CFG a montré l'importance des risques énoncés plus haut.

5.2.5 Comportement durant la crise

Il existe une différence importante entre les comportements du marché de la titrisation des hypothèques au Canada et aux États-Unis. Dans ce dernier pays, la titrisation des hypothèques est généralement considérée comme un élément majeur dans le

déclenchement et la propagation de la CFG. La titrisation a démultiplié les effets de l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis, bulle qui s'est développée à la faveur des pratiques risquées de prêteurs mal supervisés, de la très mauvaise qualité des prêts de catégorie à risque (*subprime*), et d'une politique agressive d'accès à la propriété destinée aux ménages à bas revenus. Les prêts *subprimes* ont été octroyés généralement par des courtiers qui n'étaient pas des banques et n'étaient pas supervisés à ce titre. Avant la crise, le marché des hypothèques résidentielles dépassait 10 000 milliards de dollars aux États-Unis et 55 % de ces hypothèques étaient titrisées; la part des *subprimes* parmi les hypothèques a atteint 20 % du marché et ces prêts à haut risque étaient titrisés à 80 %. Gorton estime le montant du papier commercial en circulation avant la crise à 1 200 milliards de dollars[146], ce qui représentait 85 % de l'avoir des banques américaines augmenté des réserves, selon les données de l'OCDE.

Cette situation n'a pas prévalu au Canada, qui n'a été touché qu'indirectement par la crise des *subprimes* en raison de la nature particulière du marché hypothécaire et du processus de titrisation. Au Canada, la crise a touché le papier commercial. Celui émis par les banques canadiennes représentait 76 milliards de dollars, et celui émis par d'autres émetteurs (le papier commercial non bancaire) totalisait 32 milliards de dollars. Le papier commercial bancaire représentait 51,5 % de l'avoir et des réserves des banques canadiennes[147]. Les situations canadienne et américaine étaient donc différentes en ce qui a trait à l'importance relative de la titrisation.

Fondamentalement, le papier commercial émis au Canada présente les mêmes caractéristiques que celui émis aux États-Unis. Il s'agit de la transformation de créances à long terme en instruments du marché monétaire, c'est-à-dire en instruments à très court terme. De tels titres présentent deux éléments de risque : un risque de défaut des sous-jacents et un risque de liquidité. Si les investisseurs qui détiennent ces produits de

[146] Gary B Gorton (2008). *The panic of 2007*. NBER Working Paper No. 14358 disponible à: http://www.kansascityfed.com/publicat/sympos/2008/Gorton.03.12.09.pdf., p 134 et 210

[147] IIROC Regulatory Study, Review and Recommendations concerning the manufacture and distribution by IIROC member firms of Third-Party Asset-Backed Commercial Paper in Canada. Report by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada, 2008, disponible à : http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=3CAB660DB44E41C2875DD3DBD27FADEA&Language=en, p.1.

financement structurés à court terme cessent de les refinancer à l'échéance, il est impossible de liquider rapidement les actifs sous-jacents et un problème se pose. Afin de se prémunir contre le risque de liquidité, la plupart des montages de titrisation prévoient que des marges de liquidités soient offertes, généralement par les institutions qui ont structuré les produits.

Les banques américaines à l'origine d'une partie importante du papier commercial étaient tenues d'assurer la liquidité du papier commercial. Elles ont dû s'exécuter et donc réintégrer les éléments titrisés dans leur bilan. La valorisation de ces actifs était très faible en raison de l'absence de marché liquide et les règles de comptabilité à la juste valeur ont obligé les banques à enregistrer des pertes très importantes, qui ont mis en péril la survie de plusieurs institutions, même parmi celles qui disposaient des ratios de capitalisation et de liquidité les plus élevés[148]. Les banques ont dû fournir des marges de liquidité en raison de l'exigence des agences de notation américaines qui ont tenu compte du risque de défaut et du risque de liquidité des produits structurés. Sans cet engagement des banques à assurer la liquidité, les dérivés de crédit n'auraient pas obtenu la cote maximale de la part des agences de notation.

Cette situation n'a pas prévalu au Canada, où la crise du PCAA a touché le papier commercial émis par des entités autres que les banques canadiennes, le PCAA non bancaire. Selon un rapport de l'OCRCVM[149], les clauses de fourniture de liquidité du papier commercial au Canada faisaient référence à la notion de « rupture de marché », telle qu'établie selon les règles du BSIF. Celles-ci prévoient que les initiateurs des produits structurés n'étaient tenus de fournir les liquidités permettant de débloquer un

---

[148] Lev Ratnovski et Rocco Huang, *Why are Canadian Banks More Resilient?* IMF Working Papers 09/152, 2009, disponible à: http://ssrn.com/abstract=1442254: "*a high level of capital by itself did not make banks immune during the turmoil. A number of large banks appeared highly capitalized before the crisis, but quickly exhausted capital buffers as a result of significant exposure to troubled assets or questionable acquisitions*".

[149] IIROC (2008). *Regulatory Study, Review and Recommendations Concerning the Manufacture and Distribution by IIROC Member Firms of Third-Party Asset-Backed Commercial Paper in Canada.* Report by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada disponible à: http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=3CAB660DB44E41C2875DD3DBD27FADEA&Language=en p. 19., citant Mr. Justice Blair in the August, 2008 judgment of the Ontario Court of Appeal Metcalfe & Mansfield Alternative Investments II Corp. (Re), 2008 ONCA 587

marché illiquide, qu'en cas de « rupture de marché ». Cette notion n'était pas définie précisément, ni de façon homogène par les divers intervenants, comme le démontre le rapport de l'OCRCVM[150]. Ce type de clause est désormais connu sous le terme de « style canadien de fourniture de liquidité ». Lorsque les doutes sur la qualité des PCAA sont devenus importants à la suite de l'épisode des *subprimes* aux États-Unis, la liquidité s'est asséchée au Canada et le marché s'est figé. Il totalisait environ 35 milliards de dollars. Comme l'expose le rapport de l'OCRCVM précité:

> « When uncertainty began to spread through the ABCP marketplace in the summer of 2007, investors stopped buying the ABCP product and existing Note holders ceased to roll over their maturing notes. There was no cash to redeem those notes. Although calls were made on the Liquidity Providers for payment, most of the Liquidity Providers declined to fund the redemption of the notes, arguing that the conditions for liquidity funding had not been met in the circumstances. Hence, the "liquidity crisis" in the ABCP market. The crisis was fuelled largely by a lack of transparency in the ABCP scheme. Investors could not tell what assets were backing their notes – partly because the ABCP Notes were often sold before or at the same time as the assets backing them were acquired; partly because of the sheer complexity of certain of the underlying assets; and partly because of assertions of confidentiality by those involved with the assets. As fears arising from the spreading US sub-prime mortgage crisis mushroomed, investors became increasingly concerned that their ABCP Notes may be supported by those crumbling assets. For the reasons outlined above, however, they were unable to redeem their maturing ABCP Notes[151]. »

La crise de 2007 n'a pas été considérée comme constituant une « rupture de marché ». Les banques étrangères qui étaient à l'origine du papier commercial adossé à des actifs

---

[150] Voir: IIROC (2008). *Regulatory Study, Review and Recommendations Concerning the Manufacture and Distribution by IIROC Member Firms of Third-Party Asset-Backed Commercial Paper in Canada.* Report by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada disponible à: http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=3CAB660DB44E41C2875DD3DBD27FADEA&Language=en : Variations in General Market Disruption Criteria Used in Liquidity Agreements, p.22

[151] Supra, note 150, Rapport de l'OCRCVM, à la p. xv.

non bancaire ont refusé d'offrir les liquidités, d'où la crise canadienne du papier commercial. Les banques canadiennes, qui n'y étaient pas tenues, ont assumé les marges de liquidité au soutien du PCAA dont elles étaient à l'origine.

Afin de tenter de trouver une solution à cette crise, en août 2007, la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) a réuni :

> « Un comité pancanadien d'investisseurs et d'institutions financières pour étudier la possibilité de restructurer le PCAA non bancaire en difficulté. En décembre 2007, le comité, a approuvé une proposition globale de restructuration, dite « Entente de Montréal ». Cette entente remplaçait le PCAA non bancaire par de nouveaux titres ayant une échéance semblable à celle des actifs financiers sous-jacents, donc plus longue, afin qu'à terme, en 2017, les détenteurs puissent récupérer le maximum (90 % ou plus) de leur mise initiale[152]. »

L'Entente de Montréal sera finalement signée en janvier 2009 selon les dispositions de la Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies. Les nouveaux titres sont appelés « billets à terme adossés à des actifs » (BTAA).

> « Ultimement, les titres des petits investisseurs ont été rachetés par les banques ou des partenaires d'investissement. Ces investisseurs ont récupéré la quasi-totalité de leur placement initial. Pour les grands investisseurs, la restructuration a permis d'échanger des titres à court terme, les PCAA, contre des titres à long terme (échéance en janvier 2017) ayant les mêmes sous-jacents, mais ayant des garanties de crédit de plus longue durée. On a appelé ces titres de long terme des « véhicules d'actifs cadre », des VAC. Alors que les VAC II et les VAC III pouvaient être transigés sur un marché secondaire, permettant à leurs détenteurs de les liquider avant janvier 2017 à un prix que d'autres investisseurs étaient prêts à payer, les VAC I seront quant à eux en majeure partie conservés jusqu'à échéance[153]. »

---

[152] Pierre Fortin : « Pierre Fortin : Cinq ans après, le point sur l'annus horribilis de la Caisse de dépôt », L'Actualité, 28 mar. 2014 http://www.lactualite.com/blogues/le-blogue-economie/cinq-ans-apres-le-point-sur-lannus-horribilis-de-la-caisse-de-depot/

[153] Jean Louis Gauvin Des papiers commerciaux payants !, Le Devoir : Actualités économiques, 7

Plusieurs poursuites se sont également soldées par des pénalités importantes imposées soit aux banques étrangères qui n'avaient pas respecté l'obligation de fournir les liquidités, soit aux intermédiaires qui avaient continué à distribuer les produits alors que les problèmes étaient connus[154].

L'Entente de Montréal est le résultat de la plus grosse opération de restructuration financière de l'histoire canadienne; elle a permis d'éviter une liquidation forcée. Le fait qu'une entente qui débloque le gel des marchés ait permis de résoudre la crise des PCAA non-bancaires révèle la différence majeure entre les crises américaine et canadienne. Au Canada, la crise était liée à la perte de confiance des investisseurs alors qu'aux États-Unis, elle découlait de facteurs économiques fondamentaux, dont l'écroulement du marché immobilier. L'implication des gouvernements provinciaux et canadien a été limitée à la fourniture de garanties afin de permettre la couverture des risques par des contrats d'échange de dérivés de crédit[155].

Les véhicules d'actifs cadre (VAC 1) sont toujours en grande partie détenus par les investisseurs qui ont initialement acquis le PCAA, dont la CDPQ. Nous avons utilisé les rapports annuels de cette institution pour estimer la valeur de ces titres en 2013 et 2014. En 2013, la CDPQ établit le montant des BTAA issus de l'entente de restructuration et évalués à leur juste valeur marchande, à 8,501 milliards de dollars, soit une moins-value non matérialisée de 278 millions de dollars[156]. La juste valeur marchande rapportée à la valeur comptable est donc de l'ordre de 96,8 %, valeur que mentionne Pierre Fortin dans son analyse de la CDPQ. En 2014, les valeurs correspondantes sont respectivement de

---

mars 2014
http://www.ledevoir.com/economie/actualites-economiques/401897/des-papiers-commerciaux-payants

[154] Voir, par exemple, l'Entente de règlement entre l'AMF et Valeurs Mobilières Banque Laurentienne à https://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/salle-de-presse/nouvelles/2009/vmbl-entente-fr.pdf

[155] Lou Brzezinski (2009). *Canada's ABCP Crisis-The Aftermath*. Commercial Litigation Update, February disponible à: http://www.blaney.com/sites/default/files/canadas-abcp-crisis_2009_LB.pdf.

[156] Rapport annuel 2013 de la CDPQ, à http://cdpq.com/fr/resultats/rapports-annuels/archives, note 3E, p.136.

8,346 milliards de dollars et de 144 millions de dollars[157]. La valeur des BTAA issus de la restructuration représente donc, à la fin de 2014, 98,3 % de leur valeur initiale. Les moins-values non matérialisées, établies initialement à 5,9 milliards de dollars par la CDPQ en 2007 et 2008 ont dont été effacées presque totalement.

Les BTAA inclus dans les VAC II ont fait l'objet de transactions qui permettent d'en estimer la valeur. En 2015, BlackRock Inc. a vendu aux enchères 540 millions de dollars de ce papier restructuré VAC II à un prix de 97 cents par dollar de PCAA[158]. Les mises aux enchères précédentes avaient révélé des prix de 96,3 cents en septembre 2014 et de 94,3 cents en décembre 2013[159].

Cette situation montre que le problème posé par le papier commercial ne résultait pas d'un risque de crédit mais d'un gel de la liquidité. « Le marché du PCAA était caractérisé par un manque de transparence à l'égard a) des types d'actifs sous-jacents, b) de la qualité ainsi que de la liquidité des portefeuilles d'actifs qui composaient les véhicules d'émission et c) de la nature des facilités de trésorerie dont ceux-ci étaient dotés[160] ». La dimension systémique du problème des PCAA a parfois été évoquée. La crise du PCAA canadien n'a pas affecté d'autres institutions que celles qui en détenaient et n'a pas affecté l'économie réelle. Elle ne correspond donc pas à la définition d'événement de nature systémique. A postériori, il est important de souligner que le problème a trouvé une solution de marché et n'a pas demandé d'aide massive des gouvernements, contrairement au cas des banques canadiennes pour lesquelles l'aide a largement dépassé

---

[157] Rapport annuel 2014 de la CDPQ, à http://cdpq.com/fr/resultats/rapports-annuels/archives, p.148.
[158] Blomberg: *BlackRock Auctions C$540 Million of Restructured Canadian ABCP*, 24 mars 2915, consulté le 18-12-2015 à http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-03-24/blackrock-auctions-c-540-million-of-restructured-canadian-abcp
[159] D. Alexander and C. Gutscher: Bloomberg News *How some investors raked in huge returns on the ABCP collapse wreckage 13 March 2013*, http://business.financialpost.com/news/fp-street/how-some-investors-raked-in-huge-returns-on-the-abcp-collapse-wreckage
[160] Ian Christensen, Gitanjali Kumar, Césaire Meh and Lorie Zorn (2015). *L'évaluation des vulnérabilités du système financier canadien*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 43-53.

100 milliards de dollars[161]. La situation est totalement différente de celle qui a prévalu aux États-Unis. Dans ce pays, le *Commercial Paper Funding Facility*, programme de la Réserve fédérale américaine créée pour résoudre le gel du marché du papier commercial, a conduit au rachat de 2 400 milliards de dollars US de PCAA non garanti[162]. Finalement, les investisseurs touchés par le gel du marché du PCAA qui ont conservé les produits structurés en cause ont récupéré la quasi-totalité de leur investissement initial.

5.2.6 Situation au Canada

Au Canada, le crédit bancaire à l'habitation est détenu à 65 % par les cinq premières banques; les prêteurs hypothécaires non réglementés représentent 5 % du marché. En 2013, l'encours des prêts hypothécaires à l'habitation figurait au bilan des banques pour près de 75 %; 12,5 % figurait au bilan des caisses populaires et *credit unions*. La titrisation des hypothèques est majoritairement assurée par la SCHL, via le Programme des titres hypothécaires émis en vertu de la Loi nationale sur l'habitation (TH LNH) et le Programme des obligations hypothécaires du Canada (OHC). La part de l'encours des prêts hypothécaires titrisés par la SCHL est de l'ordre de 35 %, alors que la titrisation privée a pratiquement disparu depuis la crise[163]. La titrisation effectuée par des entités publiques représente donc la quasi-totalité du marché de la titrisation hypothécaire au Canada. Une petite partie des prêts hypothécaires est transformée en PCAA, mais l'encours de ces titres est de l'ordre de 10 milliards de dollars alors que les titres vendus dans le cadre du Programme des OHC représentent 213 milliards de dollars[164].

---

[161] L'aide apportée aux banques canadienne pendant et après la CFG est analysée par David Macdonald (2012). *The Big Banks' Big Secret Estimating Government Support for Canadian banks During the Financial Crisis*. Canadian Centre for Policy Alternatives disponible à: https://www.policyalternatives.ca/sites/default/files/uploads/publications/National %20Office/2012/04/Big %20Banks %20Big %20Secret.pdf.

[162] Viral V Acharya and Rangarajan K Sundaram (2009). *The Financial Sector Bailout: Sowing the Seeds of the Next Crisis?* Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System. T. F. Cooley, T. Philippon, V. V. Acharya, R. K. Sundaram and M. Richardson, Wiley Finance**:** 327-339., p.337

[163] Allan Crawford, Césaire Meh and Jie Zhou (2013). *Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 61-72.

[164] Adi Mordel and Nigel Stephens (2015). *Une analyse de la titrisation des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada* Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 43-54.

L'encours des produits structurés par des émetteurs privés, dont les PCAA et les TAA, a chuté au Canada, passant d'un sommet de 177,6 milliards de dollars en août 2007 à 94 milliards de dollars en novembre 2012. Les principaux promoteurs des programmes actuels de titrisation privée sont les six grandes banques canadiennes et Merrill Lynch Canada[165]. Dans ce domaine également, les principaux acteurs sont des institutions de compétence fédérale. Les montants en cause sont relativement faibles. Alors que le segment de la titrisation des prêts assurés par l'État représente près de 60 % du SBP, le PCAA et TAA de plus d'un an, qui constituent le marché de la titrisation privée représentent 10 % des actifs de ce système, soit 94 milliards de dollars en novembre 2012. L'actif des banques canadiennes s'élevait à 3 452 milliards de dollars à la fin de 2012. Il est difficile de concevoir comment la titrisation privée pourrait représenter un risque systémique dans ce contexte.

5.2.7 Encadrement et réglementation au Canada

Au Canada, la majeure partie des prêts hypothécaires sont assurés par la SCHL. Les titres émis ou garantis par la SCHL jouissent de l'entière caution du gouvernement du Canada. Le processus de titrisation des hypothèques est en totalité sous le contrôle des entités gouvernementales. Ce processus fait intervenir une garantie au niveau du prêt, mais aussi au niveau de la titrisation[166]. Les conditions d'émission des hypothèques sont également régies par la SCHL. Ce volet de la titrisation ne semble donc pas présenter des caractéristiques de risque systémique élevé. Selon les publications de la Banque du Canada :

> « En juin 2012, le BSIF a publié la ligne directrice B-20, qui énonce les principes fondamentaux sur lesquels devraient s'appuyer les activités de souscription de prêts hypothécaires des institutions de régime fédéral. Cette nouvelle ligne directrice vient compléter les mécanismes de supervision déjà en place ainsi que les dispositions législatives régissant les activités des prêteurs. Il y est précisé que la décision de

[165] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68.
[166] https://www.cmhc-schl.gc.ca/fr/clfihaclin/obseca/index.cfm

> consentir un prêt hypothécaire doit être fondée avant tout non pas sur la valeur de l'actif immobilier constituant la garantie du prêt, mais sur la capacité et la volonté de l'emprunteur d'acquitter ses dettes dans les délais impartis[167]. »

Comme le reconnaît la Banque du Canada, la part importante des instruments assortis d'une garantie explicite de l'État contribue à atténuer les menaces potentielles à la stabilité financière du Canada[168].

La SCHL joue un rôle de premier plan dans la titrisation des créances hypothécaires dans le cadre de la *Loi nationale sur l'habitation* (TH LNH). Selon le site de la SCHL[169] :

> « Le Programme des TH LNH prévoit un cadre robuste pour les émetteurs agréés, qui doivent répondre à des critères d'admissibilité rigoureux en vue d'émettre des TH LNH qui seront vendus à des investisseurs ou affectés à d'autres fins sur les marchés financiers. Les TH LNH sont adossés à des blocs de prêts hypothécaires à l'habitation assurés et le Programme soutient un marché hypothécaire secondaire plus efficient et un financement hypothécaire fiable pour les Canadiens. Le risque lié au cautionnement de paiement périodique est géré en appliquant de solides pratiques de réduction des risques, notamment des critères rigoureux d'approbation pour les participants aux programmes. »

À la fin de 2015, l'encours des TH LNH était de l'ordre de 434 milliards de dollars. La SCHL gère également le programme OHC, dont l'encours s'élevait à 218 milliards de dollars.

Suite à la CFG, les ACVM ont publié un ensemble de projets relatifs aux produits structurés en avril 2011, puis une version modifiée en 2014, projets visant à corriger les problèmes perçus notamment sur le marché du PCAA. Les dispositions finalement mises

---

[167] Allan Crawford, Césaire Meh and Jie Zhou (2013). *Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 61-72.
[168] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. juin: 59-68.
[169] Site de la SCHL consulté le 10-12-2015, à http://www.cmhc-schl.gc.ca/fr/inso/sapr/famy/famy_001.cfm

en vigueur reflètent les particularités de la production de l'information dans ce secteur, qui ont été évoquées en 5.2.3. Exiger des prospectus détaillés pour l'émission de tels titres reviendrait à éliminer ce marché, dont le rôle demeure significatif dans le système financier. Les ACVM ont donc préféré introduire de nouvelles obligations d'information pour les placements de produits structurés et exiger que l'identité des débiteurs principaux soit révélée.

Depuis mai 2015, les émetteurs de billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA), aussi appelés PCAA, ne peuvent plus placer ces titres en invoquant la *Dispense de prospectus* pour les titres de créance à court terme. La *Dispense pour les BTAA* autorise un émetteur ad hoc (un conduit) à placer ses BTAA sans prospectus s'il respecte l'ensemble des conditions suivantes:

> « (…) Il limite ses portefeuilles d'actifs sous-jacents à des obligations, à des emprunts, à des baux, à des créances hypothécaires, à des créances, à des redevances et aux sûretés réelles connexes; il obtient à l'égard des BTAA des notations élevées auprès d'au moins deux agences de notation désignées; il conclut pour les BTAA une convention sur les liquidités « de style international » avec au moins une institution de dépôt notée et réglementée ou autorisée à exercer son activité; il fournit aux personnes concernées ou met à leur disposition 1) une notice d'information présentant de l'information sur sa structure et ses activités et d'autres renseignements prescrits, 2) un rapport d'information mensuel portant sur les portefeuilles d'actifs sous-jacents et les opérations visant des actifs, 3) un rapport d'information occasionnelle, notamment lorsque se produit un événement ayant une incidence défavorable sur le versement des intérêts ou le remboursement du capital à l'égard des BTAA[170]. »

Si ces conditions ne sont pas respectées, les émissions nécessitent un prospectus complet, l'obtention d'une dispense discrétionnaire ou l'utilisation de l'une des dispenses applicables prévues pour les placements privés (par exemple celles visant les placements

[170] Stephen Ashbourne, Markus Viirland and Chris Barker (2015). *Nouvelle réglementation des conduits de BTAA*. Bulletin Blakes, 27 février disponible à: http://www.blakes.com/French/Resources/Bulletins/Pages/Details.aspx?BulletinID=417.

auprès des « investisseurs qualifiés » ou un investissement d'une somme minimale de 150 000 $ si l'investisseur n'est pas une personne physique).

5.2.8 Conclusion

Le marché de la titrisation est dominé, au Canada, par la titrisation des prêts hypothécaires. L'octroi des prêts, les assurances et la titrisation sont très largement encadrés par les autorités fédérales. La titrisation non hypothécaire a posé des problèmes lors de la CFG. Depuis, le CSF souligne qu'en réponse à ces problèmes, les ACVM ont surveillé de près les émetteurs de montants significatifs de PCAA et ont requis des corrections de ceux qui ne divulguaient pas d'information suffisante relative à l'évaluation ou ne faisaient pas un usage approprié de certains intrants dans leurs modèles d'évaluation[171]. Les autorités en valeurs mobilières ont modifié les règlements de façon à augmenter la transparence, améliorer l'information et mieux protéger les investisseurs. La taille du marché de la titrisation non hypothécaire a fortement diminué.

Le préambule de la LSMC affirme que :

> « (…) les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Nous avons mis en évidence le fait que le système financier canadien n'est pas sujet à un risque systémique important du fait des activités de titrisation. Il est également évident que le gouvernement fédéral est en mesure d'effectuer une surveillance effective de la plus grande partie de ce secteur, liée à la titrisation hypothécaire. Cette surveillance est complétée par celle qu'effectuent les autorités en valeurs mobilières. Par ailleurs, une réglementation des valeurs mobilières complète et révisée a permis d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information et de mieux protéger les investisseurs. Les

[171] Conseil de stabilité financière (2012). *Peer Review of Canada*. Review Report, 30 janvier, disponible à: http://www.fsb.org/2012/01/r_120130/.(p.22)

objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.3 Les opérations de pensions sur titres

5.3.1 Description

Le marché des pensions sur titres (marché Repo) est devenu une source majeure de financement pour les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension et les courtiers au Canada comme dans les autres pays. Sur ce marché, les institutions vendent des ensembles de titres, avec l'engagement de racheter ces mêmes titres, ou des titres équivalents dans certains cas, à un prix spécifié qui comprend les intérêts du contrat, à une échéance donnée. Pour une des parties, il s'agit d'une opération de prêt, garantie par des titres, et pour l'autre une opération d'emprunt contre nantissement. La partie qui emprunte des fonds et offre les titres en garantie effectue une « mise en pension ». Cette opération est généralement amorcée par la partie qui souhaite emprunter des fonds et qui recherche une contrepartie disposant d'un excédent de liquidités à placer. Ces opérations procurent une liquidité indispensable aux institutions financières et aux teneurs de marché qui, à leur tour, approvisionnent le système financier dans son ensemble en liquidités. Les transactions sur le marché des pensions se font de gré à gré, par contact direct ou par l'intermédiaire de spécialistes. Elles sont généralement à très court terme et portent sur des montants importants, de l'ordre de 1 à 25 millions de dollars. Les opérations de prêt de titres sont apparentées aux opérations de mise en pension, mais n'impliquent pas d'entente préalable de rachat [172].

Les mises en pension reposent sur l'utilisation de paniers virtuels de titres qui ne sont pas standardisés. Les titres mis en pension sont en très grande majorité des obligations et des bons du Trésor. Les produits structurés sont peu présents. Sur les 11 300 milliards de

[172] Le prêt de titres consiste en l'échange temporaire de titres contre nantissement, lequel peut être constitué soit d'actifs financiers, soit d'espèces. Nous ne traitons pas en détail de ce marché, qui est de taille réduite au Canada. Il était estimé à un peu plus de 100 milliards de dollar en 2010, dont la moitié environ d'obligations gouvernementales. Nadja Dreff (2010). *Prêt de titres et liquidité des marchés financiers*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 49-54.

dollars de titres constatés sur le marché des pensions canadien au troisième trimestre de 2015, les TAA représentaient 107 milliards de dollars[173].

Le risque de contrepartie est le risque qu'une entité impliquée ne puisse respecter ses engagements à l'échéance du contrat. Il peut différer du risque de crédit dans la mesure où il peut y avoir une contrepartie autre que l'organisme émetteur dans une transaction. C'est le cas lorsqu'une tierce partie couvre le risque d'un titre ou contrat donné. À la suite de la CFG, il est apparu que les systèmes de contrepartie centrale étaient un élément essentiel pour assurer la stabilité du marché des pensions qui, au départ, fait intervenir deux entités. Lorsqu'un système de contrepartie centrale est instauré, les contrats initiaux demeurent mais sont dupliqués par la contrepartie centrale, qui est ainsi substituée à l'acheteur de chaque position de vente et au vendeur dans chaque position d'achat de titre, par novation. La contrepartie centrale se protège contre le risque en employant diverses méthodes, dont la mutualisation des risques et le fait d'exiger des dépôts de garantie de la part des acteurs de ce marché. Même si une contrepartie fait défaut, la transaction sera menée à terme par la contrepartie centrale.

5.3.2 Comportement durant la crise

Aux États-Unis comme dans la majorité des pays, l'emploi du marché Repo s'est accru au début de la crise, puisque la perte de confiance générale a augmenté la demande pour des transactions portant sur des titres sûrs. Dans un second temps, l'incertitude des participants au sujet de l'évaluation des garanties et du réseau d'expositions bilatérales entre les institutions financières a augmenté les craintes face au risque de contrepartie. Plusieurs acteurs se sont retirés des opérations[174]. Le marché Repo est associé au quasi-effondrement de Bear Stearns et à la faillite de Lehman Brothers. Toutefois, dans ce dernier cas, c'est l'utilisation abusive de techniques comptables pour améliorer l'image du bilan en considérant les mises en pension comme des ventes qui est en cause.

---

[173] Données de l'OCRCVM, consultées le 20 décembre 2015 à http://www.iiroc.ca/industry/marketmonitoringanalysis/Documents/BondMarketSecondaryTrading_en.pdf

[174] Banque des règlements internationaux (2010). Rapport du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (anciennement connu sous le nom Comité sur les systèmes de paiement et de règlement) disponible à: http://www.bis.org/cpmi/publ/d91.htm.(p.12)

Ces deux événements semblent toutefois constituer des exceptions à l'observation générale qui indique que le marché des pensions, incluant les opérations de pension tripartite, se sont relativement bien comportés durant la CFG[175] .

Au Canada, ce marché a connu des épisodes d'illiquidité en septembre et octobre 2008 au moment où le risque de contrepartie était devenu un sujet de plus en plus préoccupant pour les institutions financières. Les programmes de prêt de titres ont été affectés, principalement parce que le montant d'actif prêtable a diminué. Dreff suggère que les difficultés observées sur ce marché résultaient de la tourmente générale mais qu'elles ont pu en amplifier les effets[176].

À la suite de la crise, le Groupe de travail du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché de la BRI a mis en évidence un certains nombres de problèmes inhérents au marché des pensions, notamment son manque de transparence en raison de la structure de gré à gré et du manque de standardisation des transactions[177]. Le rapport du Groupe de travail énonce ce qui suit :

> « The report identifies several issues related to clearing and settlement arrangements for repos that have the potential to affect the resilience of repo markets (eg the risks related to the extension of significant amounts of intraday credits within some repo settlement arrangements; the lack of transparency of some repo infrastructure roles, responsibilities, practices and procedures; concerns regarding the protection against counterparty credit risk in repo transactions; and inadequate capabilities for liquidating repo collateral in the event of a cash borrower's default). Due to the substantial variety in repo clearing and settlement arrangements, the identified issues are not relevant to the same extent in each market. Finally, the report outlines options and measures through which these issues can be addressed. The report concludes that it is

[175] Adam Copeland, Antoine Martin and Michael Walker (2012). *Repo Runs: Evidence from the Tri-party Repo Market* Staff Report from Federal Reserve Bank of New York disponible à: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr506.pdf.
[176] Nadja Dreff (2010). *Prêt de titres et liquidité des marchés financiers*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 49-54.
[177] Banque des règlements internationaux (2010). Rapport du Comité sur les paiements et les infrastructures de marché (anciennement connu sous le nom Comité sur les systèmes de paiement et de règlement) disponible à: http://www.bis.org/cpmi/publ/d91.htm.

worthwhile for the stakeholders in each market to review how the clearing and settlement arrangements for repos could be further strengthened. As a first step, the report suggests that the providers of such arrangements in each country should, jointly with market participants, regulators and the central bank, attempt to develop a common view on the relevance of the identified issues for their market. As a second step, each provider could then evaluate which measure or combination of measures would be best suited to address the relevant issues in its specific circumstances. »

5.3.3 Situation au Canada

Le marché des pensions sur titres canadien diffère de celui des États-Unis qui est dominé par les titres hypothécaires. Les titres placés en pension au Canada sont essentiellement des obligations du gouvernement canadien (75,41 %), des provinces (5,36 %) et de titres d'emprunt de sociétés d'État (17,69 %)[178]. Les titres mis en pension sont donc de très haute qualité et leur évaluation est aisée. Ce marché est intensivement utilisé par la Banque du Canada et par les institutions réglementées par les organismes fédéraux. Le volume d'activité quotidien se serait établi entre 48 et 75 milliards de dollars au troisième trimestre de 2012 et cette activité représente environ 10 % du SBP canadien[179].

5.3.4 Encadrement et réglementation au Canada

À la suite d'une demande de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières appuyée par la Banque du Canada, la création d'un service canadien de contrepartie centrale pour les opérations de pension a été confiée à la Corporation canadienne de compensation des produits dérivés (CDCC) [180]. La CDCC exploitait déjà la contrepartie centrale pour les dérivés financiers cotés en bourse au Canada. Avec ses

[178] James Chapman, Stéphane Lavoie and Lawrence Schembri (2011). *Le financement de marché au Canada sort de l'ombre*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 33-44.
[179] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013b). *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. Juin: 59-68.
[180] Il s'agissait à la base d'une demande de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (IIAC)
http://www.banqueducanada.ca/2012/04/banque-canada-designe-canadian-derivatives/?__utma=1.1407146693.1450384971.1450384971.1452025000.2&__utmb=1.4.9.1452025615747&__utmc=1&__utmx=-&__utmz=1.1452025000.2.2.utmcsr=google|utmccn=(organic)|utmcmd=organic|utmctr=(not %20provided)&__utmv=-&__utmk=118800009

partenaires, elle a mis sur pied une contrepartie centrale pour les opérations de pension. Selon Chatterjee et al., de la Banque du Canada[181] :

> « Le 21 février 2012, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CDCC) a lancé la première phase de son nouveau service de contrepartie centrale pour le marché des titres à revenu fixe. Ce service assure la compensation centralisée des opérations de pension sur les titres émis par le gouvernement du Canada et les sociétés d'État fédérales. Le nouveau service de contrepartie centrale constitue un volet des activités du Service canadien de compensation de produits dérivés (CDCS), système qui effectue également la compensation des produits dérivés négociés en bourse et de certains produits dérivés négociés de gré à gré. »

La CDCC travaille également à la normalisation des opérations générales de pension. Les marchés canadiens négocient actuellement des « opérations générales de pension ». La phase finale du projet de la CDCC consiste à développer un produit d'opérations générales de pension harmonisé aux normes internationales. Elle veut également rendre la définition du panier de titres plus transparente (par exemple les « obligations du gouvernement du Canada » ou « obligations du gouvernement provincial »). Elle permettra également d'offrir n'importe quel nombre d'obligations du même panier à titre de garantie contre des opérations générales en espèces.

Les activités de contrepartie centrale de la CDCC sont supervisées par l'AMF et par la CVMO en vertu de leurs décisions de reconnaissance respectives[182]. Entre les ACVM, la CDCC fait l'objet d'une supervision coordonnée en vertu du Protocole ACVM, présenté en 2.5.5[183]. À titre d'entité désignée d'importance systémique par la Banque du Canada,

---

[181] Pothik Chatterjee, Lana Embree and Peter Youngman (2012). *La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 49-56. (p.49)

[182] Voir: http://lautorite.qc.ca/files/pdf/bourses-oar-chambres/decision_2012-pdg-0078.pdf

[183] Voir: http://lautorite.qc.ca/fr/communiques-2015-pro.html_2015_acvm-protocole-cooperation-chambres-compensation.html. Le développement du service contrepartie centrale pour le marché des titres à revenu fixe fut l'un des éléments qui a mené la CVMO à reconnaître CDCC comme agence de compensation (voir les paragraphes 9 à 11 du 6e « whereas » http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_ord_20140417_224_canadian-derivatives-clearing.htm.)

la CDCC est également étroitement surveillée par l'AMF, la CVMO, la BCSC et la Banque du Canada en vertu du Protocole Banque du Canada.

Les opérations de mise en pension sont par ailleurs encadrées par diverses règles. Notamment, la Règle 2800 *Code de conduite à l'intention des sociétés courtiers membres de la société négociant sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt* de l'OCRCVM.

> « La Règle 2800 définit les normes applicables aux opérations effectuées par les participants au marché sur les marchés canadiens institutionnels de titres d'emprunt. Le texte a été élaboré en collaboration avec la Banque du Canada et le ministère des Finances du Canada en vue d'assurer l'intégrité des marchés canadiens de titres d'emprunt et, par ce moyen, d'encourager la liquidité, l'efficience et le maintien des activités de négociation et d'emprunt sur ces marchés de titres d'emprunt et de promouvoir la confiance du public dans ces marchés[184]. »

La Règle 2800 C *Déclaration d'opérations sur titres de créance* de l'OCRCVM prévoit notamment que toutes les transactions portant sur des titres de dette assujetties à la surveillance des autorités en valeurs mobilières, incluant les mises et prises en pension, soient rapportées à l'OCRCVM via un système électronique. Les données sont ensuite mises à disposition de la Banque du Canada.

De la même façon, les exigences sur les données du marché des pensions introduites par l'OCRCVM visent à procurer plus de données à la Banque du Canada. Dans son avis 14-0004, l'OCRCVM indique :

> « Nous avons précisé les éléments de données concernant les pensions sur titres. Ces éléments sont requis pour permettre à la Banque du Canada de surveiller l'activité et les éventuels risques liés à la stabilité financière sur ce marché de financement de base. Ces précisions s'inscrivent aussi dans la logique des dernières recommandations du CSF, que les dirigeants du G20 ont avalisées, selon lesquelles il faudrait que les autorités nationales ou régionales fassent la collecte de données sur les opérations et

[184] OCRCVM : Règle 2800, à http://www.ocrcvm.ca/RuleBook/MemberRules/Rule02800_fr.pdf

> procèdent à des analyses sélectives périodiques des positions en cours sur les marchés de pension sur titres[185]. »

La réglementation en valeurs mobilières mise en place par les ACVM encadre par ailleurs les opérations de prêt, de mise en pension ou de prise en pension de titres des fonds d'investissement : article 2.12 (les prêts de titres), 2.13 (les mises en pension) et 2.14 (les prises en pension) du Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement, (dernière modification en vigueur le 22 septembre 2014). En particulier, « le fonds d'investissement qui a conclu une opération de prêt, une mise en pension ou une prise en pension de titres doit garder des espèces ou des titres équivalant à au moins 102 % de la valeur marchande des espèces ou des titres détenus par sa contrepartie dans le cadre de l'opération[186] ».

5.3.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC affirme que :

> « (..) les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète, […] qu'il est souhaitable de coordonner les mesures de réglementation fédérales et provinciales des marchés des capitaux. »

Nous avons mis en évidence le fait que le système financier canadien n'est pas sujet à un risque systémique important du fait des activités de mise en pension. Au Canada, le marché des pensions porte principalement sur des obligations ou bons émis par le gouvernement du Canada ou les sociétés fédérales. Il est également évident que le

---

[185] OCRCVM : Avis 14-0004, à http://www.ocrcvm.ca/Documents/2014/185f6113-212e-45bf-a25b-768bbf4424c0_fr.pdf

[186] Voir : Instruction générale relative au règlement 81-102 sur les fonds d'investissement, modifications du 22 septembre 2014, à http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/81-102/2014-09-22/2014sept22-81-102-ig-vofficielle-fr.pdf

gouvernement fédéral est en mesure d'effectuer une surveillance effective de la plus grande partie de ce secteur : les principales institutions actives sur ce marché sont régies par le gouvernement fédéral. La Banque du Canada, de façon concertée avec l'AMF, la BCSC et la CVMO, supervise étroitement le système de contrepartie centrale qui maintient le marché des pensions mis en place en 2012. Le manque de transparence, qui était souligné comme l'un des facteurs de risque de ce marché par le CSF, devrait être fortement réduit par l'implantation de ce système. Enfin, afin d'accroître la liquidité du marché, l'efficience et l'intégrité des marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien, la Banque du Canada veut instaurer un programme de mise en pension visant une partie du portefeuille d'obligations et de bons du Trésor du gouvernement du Canada que détient la Banque du Canada. Cette surveillance est complétée par celle qu'effectuent les autorités en valeurs mobilières, en concertation avec la Banque du Canada au niveau des contreparties centrales, et par la réglementation des valeurs mobilières mise en place par les ACVM. Les opérations de prêt de titres et celles de mise et de prise en pension des fonds d'investissement sont strictement encadrées par la réglementation en valeurs mobilières. La coordination des mesures de réglementation fédérales et provinciales des marchés des capitaux est donc établie. Les changements apportés à ce marché ont permis d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information et de mieux protéger les investisseurs, en concertation entre les diverses instances réglementaires. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.4 Les fonds d'investissement

On distingue au sein du regroupement générique de *fonds d'investissement* les OPC et les fonds d'investissement à capital fixe. Les organismes de placements du marché monétaire (OPCMM) sont l'une des composantes des OPC. Nous leur avons dédié une section distincte (5.5) en raison de leur mise en cause spécifique dans la propagation du risque systémique aux États-Unis. Il en est de même des fonds de couverture et de ceux qui sont négociés en bourse. Nous traitons dans cette section des fonds dits à long terme, qui détiennent surtout des actions et des obligations.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

5.4.1 Description

Les fonds d'investissement permettent aux investisseurs de bénéficier d'un instrument de diversification et du service de gestionnaires professionnels[187]. Dans le contexte international, les fonds d'investissement ne sont pas systématiquement inclus parmi les composantes du SBP, sauf pour ce qui est des OPCMM et, parfois des fonds de couverture. Par exemple, dans son analyse du SBP au Canada, le CSF ne fait référence qu'aux seuls OPCMM[188]. Toutefois, ils représentent une place de plus en plus grande sur les marchés. Aux États-Unis, l'actif sous gestion représente 70 % du produit intérieur brut (PIB), cette proportion est de l'ordre de 54 % au Canada[189]. Leur rôle d'intermédiaire et la transformation des échéances et de la liquidité qu'ils pratiquent pourraient, dans certaines circonstances, les amener à transmettre et à amplifier les chocs financiers. Ceci est d'autant plus vraisemblable que certains fonds ont atteint une très grande taille. C'est la raison pour laquelle le CSF et l'OICV ont amorcé une réflexion visant à définir les entités et les gestionnaires d'actifs qui pourraient présenter un risque systémique mondial sans être des banques ou des compagnies d'assurance (les *non-bank*

[187] « Un organisme de placement collectif (OPC) est un fonds d'investissement constitué des sommes mises en commun par des investisseurs et gérées pour leur compte par un gestionnaire. Ce dernier utilise ces sommes pour acquérir des actions, des obligations ou d'autres titres en fonction des objectifs qui ont été fixés pour le fonds. L'investisseur détiendra des actions si le fonds est constitué comme une société par actions. L'investisseur détiendra des parts si le fonds est constitué en fiducie (la forme la plus courante). Les investisseurs ont un droit de vote. Ces titres n'ont pas d'échéance et peuvent être vendus ou achetés en tout temps [...] leurs titres sont offerts de façon continue et sont rachetables sur demande à une fréquence déterminée (ex. : quotidiennement) et à un prix qui correspond à la valeur liquidative par titre de l'OPC [...] De leur côté, les titres des fonds d'investissement à capital fixe sont offerts au moment du premier appel public à l'épargne et, sauf exception, ne sont pas rachetables sur demande. Au contraire des OPC, la majorité des fonds d'investissement à capital fixe ont une date de liquidation déterminée à l'avance[…]. Afin de permettre aux investisseurs de vendre leurs titres avant la date de liquidation prévue, les titres des fonds d'investissement à capital fixe sont généralement inscrits en bourse où ils s'échangent généralement à un prix qui est moindre que la valeur liquidative par titre du fonds. » Selon le Lexique des investissements de l'AMF et la description des « titres de fonds d'investissement » sur le site de l'AMF, disponibles à : http://www.lautorite.qc.ca/fr/petit-lexique-investissement.html et https://www.lautorite.qc.ca/fr/titres-fonds.html.

[188] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/.

[189] Sandra Ramirez, Jesus Sierra and Jonathan Witmer (2015). *Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 55-64.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

non-insurer global systemically important financial institutions ou *NBNI G-SIFIs*). De plus, ces organisations se penchent présentement sur la gestion des risques de liquidité dans les fonds[190].

> « Regulation also aims to promote and ensure a high level of compliance by entities involved in managing a fund's operations not only from an investor protection perspective, but also, in recent years following the crisis, from a systemic perspective. Despite these protections, the distress or forced liquidation of an investment fund that has extensive exposures and liabilities in the financial system or that provides a critical role in certain markets could have a destabilising impact on other market participants or counterparties in a cascading manner that could lead to broader financial system instability[191]. »

Le risque systémique que présentent les fonds d'investissement dépend en grande partie de l'effet de levier qu'ils utilisent. Un fonds utilise cet effet lorsqu'il s'endette pour augmenter le rendement des fonds qui lui sont confiés. Cette opération peut se faire en empruntant des fonds d'autres participants du marché, lorsqu'on utilise l'endettement au bilan ou encore en utilisant certains instruments dérivés et des ventes à découvert; on évoque alors le levier synthétique. Les fonds qui utilisent l'effet de levier sont plus vulnérables en situation de crise, et donc plus susceptibles de transmettre les chocs à d'autres composantes du système financier. Selon le CSF[192]:

---

[190] Voir : Communiqué du FSB du 25 sept. 2015 http://www.fsb.org/2015/09/meeting-of-the-financial-stability-board-in-london-on-25-september/ et OICV : Liquidity Management Tools in Collective Investment Schemes: Results from an IOSCO Committee 5 survey to members, Report of the Board of IOSCO (décembre) https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD517.pdf

[191] Conseil de stabilité financière et OICV (2015). *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions (NBNI G-SIFIs)*. Document de consultation, Financial Stability Board (FSB) and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 4 mars. disponible à: http://www.fsb.org/2015/03/assessment-methodologies-for-identifying-non-bank-non-insurer-global-systemically-important-financial-institutions/.(p.31).

[192] Conseil de stabilité financière (2013a). *Asset Management and Financial Stability*. Rapport, Office of Financial Research (Septembre) disponible à: https://financialresearch.gov/reports/files/ofr_asset_management_and_financial_stability.pdf.

> « The industry is marked by a high degree of innovation, with new products and technologies frequently reshaping the competitive landscape and changing the way that financial services are provided. »

La dimension systémique de l'industrie est également induite par la taille de certains fonds ou groupes de fonds, notamment aux États-Unis, où une douzaine de familles de fonds ont des actifs sous gestion supérieurs à 1 000 milliards de dollars et où 62 familles de fonds gèrent plus 100 milliards d'actifs[193]. On conçoit bien que les organismes internationaux se préoccupent du risque systémique des fonds d'investissement de placement lorsqu'on observe que la firme BlackRock gère 3 857 milliards de dollars US en 2015, ce qui représente un montant supérieur à l'actif regroupé des huit plus grandes banques canadiennes.

La dimension systémique des fonds d'investissement de placement spécialisés dans les titres à revenu fixe ou des fonds mixtes peut également découler de leur exposition aux produits de la titrisation et aux instruments financiers, comme l'illustrent les problèmes vécus par quelques fonds américains pendant la CFG.

5.4.2 Comportement des fonds durant la crise

Même aux États-Unis, les fonds d'investissement à long terme n'ont pas joué un rôle déterminant dans la CFG. Ils ont bien sûr été négativement affectés par la baisse des cours des valeurs mobilières. Au Canada, les fonds d'investissement spécialisés dans les actions ont été négativement affectés principalement par la chute des cours, particulièrement importante pour les titres du secteur financier. Les montants nets des contributions aux fonds en actions ont été négatifs pendant quelques mois, mais ils ont été compensés par des contributions importantes dans les fonds du marché monétaire[194]. Ceci correspond à une situation classique qui conduit les investisseurs vers les produits qui paraissent les moins risqués en période de tension.

---

[193] Selon *Mutual Funds Directory* consulté le 22-12-2015 à http://mutualfunddirectory.org/

[194] Rapport annuel 2009 de l'Institut des fonds d'investissement du Canada, consulté le 22-12-2015 à https://www.ific.ca/wp-content/uploads/2013/09/2009-Annual-Report-to-Members-FRENCH-December-11-2009.pdf/4542/

Les fonds américains qui ont été affectés sérieusement par la CFG employaient généralement des dérivés pour augmenter leur effet de levier. C'est notamment le cas des fonds Oppenheimer qui utilisaient des contrats de contrats d'échange sur rendement total pour augmenter leur exposition aux TAH, dans deux fonds de titres à revenu fixe qui ont perdu une grande partie de leur valeur. Les contrats d'échange utilisés transféraient à la fois le risque de marché et le risque de crédit des titres sous-jacents. Oppenheimer a été condamné par la Securities Exchange Commission en 2012, pour n'avoir pas divulgué correctement les pratiques risquées du fonds en matière de levier synthétique. State Street est parvenu à une entente de 313 millions de dollars US avec la SEC pour des problèmes semblables touchant le fond *State Street Global Advisors*.

Les fonds américains fortement touchés par la crise étaient également ceux qui se spécialisaient dans les titres à revenu fixe et détenaient des montants importants de TAA. Ces fonds semblent avoir contribué à la propagation de la crise. Pour faire face aux besoins de liquidité générés par le retrait des investisseurs, ils ont vendu en premier lieu les titres qui avaient été le moins touchés par la crise et affichaient des pertes de valeur moindres. Les produits structurés avaient alors des valeurs très faibles, faute de marché liquide. Les fonds ont donc vendu des obligations d'entreprise pour faire face aux demandes de rachats importantes, ce qui a contribué à la baisse de valeur de ces titres. Les problèmes vécus sur le marché de la titrisation ont alors été transférés vers celui de la dette des entreprises[195].

En dépit du rôle limité des fonds d'investissement pendant la CFG, les instances internationales se préoccupent de la contribution possible des fonds d'investissement au risque systémique et procèdent à des consultations sur ce sujet[196].

---

[195] Alberto Manconi, Massimo Massa and Ayako Yasuda (2012). *The Role of Institutional Investors in Propagating the Crisis of 2007–2008*. Journal of Financial Economics 104 (3): 491-518.

[196] Conseil de stabilité financière (2013a). *Asset Management and Financial Stability*. Rapport, Office of Financial Research (Septembre) disponible à: https://financialresearch.gov/reports/files/ofr_asset_management_and_financial_stability.pdf.

5.4.3 Situation au Canada

Selon l'Institut des fonds d'investissement du Canada, l'actif détenu dans les fonds d'investissement au Canada au 30 juin 2015 s'élevait à 1 219 milliards de dollars. La croissance de l'actif sous gestion est estimée à 30 % au cours des deux années se terminant en décembre 2014. La part des fonds à capital fermé s'élevait à 22,8 milliards de dollars en novembre 2015, ce qui représente 1,87 % du total de l'actif des fonds d'investissement au pays[197].

Selon l'analyse de la Banque du Canada, les vulnérabilités découlant des fonds canadiens sont actuellement très limitées :

> « 1. Les fonds ont suffisamment de liquidités, compte tenu de la liquidité sous-jacente de leurs placements, de même qu'un bassin d'investisseurs stable, atouts qui limitent les risques liés à la transformation de la liquidité et des échéances. 2. Comme la réglementation des valeurs mobilières freine le recours au levier financier, le ratio de levier de chaque fonds et les expositions aux produits dérivés sont restreints. 3. Même les plus grands fonds ne jouent pas un rôle dominant au sein des marchés de titres dans lesquels ils investissent[198]. »

Toujours selon cette étude de la Banque du Canada :

> « Tous les grands fonds communs de placement de titres à revenu fixe au Canada affichent un ratio de levier (ratio du passif à l'actif) inférieur à 1 %. Par comparaison, le ratio de levier des plus grands fonds de titres à revenu fixe américains peut atteindre 11 %. Aucun des grands fonds communs de placement canadiens n'a de passif lié à des produits dérivés (valeur marchande des expositions en cours) supérieur à 0,5 % de son actif : il semble donc peu probable que les problèmes d'un créancier ou d'une contrepartie à des opérations sur dérivés puissent être une source de tensions pour ces fonds. De même, il est peu plausible que les difficultés éprouvées par l'un de ces fonds

[197] Source : *TMX Money*, consulté le 17 janvier 2016 à http://www.tmxmoney.com/en/research/closed-end_funds.html

[198] Sandra Ramirez, Jesus Sierra and Jonathan Witmer (2015). *Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 55-64.

entraînent des pertes substantielles pour ses créanciers ou ses contreparties, d'autant que ces dernières sont généralement plus importantes que le fonds lui-même. »

Selon l'analyse publiée par la Banque du Canada, les fonds d'investissement ne constituent donc pas un élément de risque systémique important au Canada. Ils ne sont d'ailleurs pas réputés induire un risque systémique dans les autres pays. Ils utilisent par ailleurs beaucoup moins l'effet de levier que leurs homologues américains, alors que cet effet de levier constitue l'élément de risque principal dans ce segment du marché.

5.4.4 Encadrement et réglementation au Canada

Les fonds d'investissement dont les titres sont vendus auprès d'investisseurs individuels sont assujettis à une réglementation importante et rigoureuse des produits en vertu principalement du Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement. Ce règlement encadre notamment les obligations relatives à la garde des titres, au vote, les dispositions sur les conflits d'intérêts et les restrictions en matière de placement et d'utilisation de l'endettement. La distribution des produits est encadrée : chaque firme ou personne qui distribue des parts d'OPC ou qui gère le portefeuille de titres détenus par un OPC, doit être inscrite dans chaque province où elle exerce une telle activité[199]. Au Canada, tous les gestionnaires de fonds d'investissement doivent s'inscrire en vertu du Règlement 31-103, quel que soit le type de fonds (OPC traditionnels, fonds négociés en bourse, fonds alternatifs, fonds à capital fixe, etc.) ou que le fonds soit un émetteur assujetti ou qu'il place ses titres en vertu d'une dispense de prospectus prévue dans le Règlement 45-106.

Dans plusieurs juridictions canadiennes, le gestionnaire de fonds est également soumis à un devoir d'agir dans le meilleur intérêt du fonds et de ses bénéficiaires (article 159.3 de la LVMQ et article 2.1 du Règlement 81-107 sur les comités d'examen indépendant des fonds d'investissements).

Au Québec, l'obligation d'inscription permet à l'AMF de s'assurer, entre autres, que les représentants remplissent les critères de qualification et que les firmes ont la stabilité financière requise en vertu de la loi. Un OPC qui procède à un appel public à l'épargne

[199] Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites.

doit produire un prospectus pour émettre des titres au grand public et obtenir un visa pour son prospectus par l'organisme de réglementation de sa juridiction[200]. Au Québec, c'est l'AMF qui accorde ce visa. Le prospectus décrit notamment les risques reliés à l'investissement dans les parts d'un OPC, les frais et les objectifs de placement. L'information contenue dans ce document doit permettre aux investisseurs de prendre des décisions éclairées en matière de placement. Les informations que doivent présenter les fonds sont exhaustives et sont encadrées par le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif. Le régime de prospectus prévu au Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus s'applique pour les fonds à capital fixe et les fonds à terme, qu'ils soient ou non négociés en bourse ainsi que pour l'ensemble des fonds négociés en bourse (FNB). Ces dimensions de la réglementation sont principalement relatives à la protection des investisseurs.

Certaines dispositions que l'on peut associer à la dimension systémique sont relatives à la liquidité et à la concentration des prises de participation dans une même entreprise. L'article 2 du Règlement 81-102 prévoit que l'OPC ne peut acquérir quelque titre d'un émetteur, effectuer une opération sur des dérivés visés ou souscrire des parts indicielles, dans le cas où, par suite de l'opération, plus de 10 % de sa valeur liquidative serait investie en titres d'un émetteur. Des restrictions concernant les types de placements sont imposées (par l'article 2.3 du Règlement 81-102). D'autres restrictions, aux articles 2.7 à 2.9 du Règlement 81-102, visent les opérations de pension et de prêt de titres, opérations liées aux composantes du SBP. L'effet de levier est limité pour les OPC conventionnels assujettis au Règlement 81-102 puisque les emprunts ne sont pas permis sauf les exceptions prévues à l'article 2.6. Les fonds à capital fermé ne sont pas astreints à cette exigence, mais ils ne représentent que 1,87 % de l'actif géré. L'utilisation des dérivés (voir les articles 2.7 et 2.8 du Règlement 81-102) comme celle des ventes à découvert est aussi restreinte (voir l'article 2.6.1 du Règlement 81-102). Toutefois, les fonds à capital fixe, qui ne sont pas visés par ces articles peuvent utiliser l'effet de levier.

---

[200] En vertu de l'Instruction générale 11-202 relative à l'examen du prospectus dans plusieurs territoires, le visa de l'autorité principale est réputé octroyé dans tous les autres territoires sous le régime de passeport où le prospectus est déposé.

Les problèmes de désengagements massifs (*runs*) sont moins importants dans le cas des OPC que dans d'autres secteurs du système financier comme les banques. En effet, la valeur des parts varie en fonction de la valeur des titres détenus. En cas de désengagement, les investisseurs vont récupérer un montant égal à cette valeur. On ne se trouve pas en face d'une situation où les premiers épargnants qui se présentent sont remboursés en totalité et les suivants n'ont rien, comme dans le cas des banques en l'absence d'assurance dépôt, sauf si le fonds détient des titres à revenu fixe peu liquides. Toutefois le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement prévoit que les fonds ne peuvent détenir plus de 15 % de leur valeur liquidative dans des actifs non liquides pendant 90 jours et plus[201].

Les ACVM ont lancé le projet de modernisation de la réglementation des produits de fonds d'investissement, qui comporte deux phases.

> « L'objectif général consiste à réviser la réglementation des produits de fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne, de même qu'à établir si notre modèle réglementaire actuel répond de manière satisfaisante à l'évolution des produits et des marchés du secteur canadien des fonds d'investissement et s'il protège encore adéquatement les investisseurs. Les types de fonds d'investissement visés sont les organismes de placement collectif (les « OPC ») faisant appel public à l'épargne et les fonds d'investissement à capital fixe (dont les fonds d'investissement négociés en bourse) [202]. »

---

[201] L'importance de la réglementation des instruments de placement collectifs apparaît lorsqu'on note que les fonds sont soumis principalement au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif, RLRQ, c. V-1.1, r. 38, au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement, RLRQ, c. V-1.1, r. 39, au Règlement 81-104 sur les fonds marché à terme, RLRQ, c. V-1.1, r. 40, au Règlement 81-105 sur les pratiques commerciales des organismes de placement collectif, RLRQ, c. V-1.1, r. 41, au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement, RLRQ, c. V-1.1, r. 42 et au Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement, RLRQ, c. V-1.1, r. 43. Certaines dispositions de ces divers règlements ont été modifiées après la CFG.

[202] Voir l'Avis de publication des ACVM du 19 juin 2014: *Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif, Règlement modifiant le Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement, Règlement modifiant le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif, Règlement modifiant le Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus, Règlement modifiant le Règlement*

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Selon l'avis de publication du 9 février 2012, le projet de modernisation comporte deux phases.

> « Les modifications de la première phase du projet de modernisation ont été publiées pour consultation le 25 juin 2010 (le « projet de 2010 »). Elles codifient les dispenses souvent accordées par les ACVM pour tenir compte de l'évolution des marchés et des produits, particulièrement la multiplication des OPC cotés. Les modifications mettent également la réglementation à jour pour tenir compte des normes internationales en matière de règlementation des OPC, notamment en ce qui concerne les OPC marché monétaire.
>
> […]
>
> La deuxième phase a pour objet de relever et de traiter les problèmes d'efficience du marché, de protection des investisseurs ou d'équité qui pourraient résulter des différences entre les régimes de réglementation applicables aux divers types de fonds d'investissement faisant publiquement appel à l'épargne. Pour que cette réglementation soit équitable et cohérente, les ACVM comptent proposer, pour les fonds d'investissement à capital fixe (comme les sociétés d'investissement à capital fixe), de nouvelles restrictions et des exigences opérationnelles analogues à celles que le Règlement 81-102 prévoit pour les OPC et les OPC cotés. »

La phase 1 a introduit des modifications visant à adapter la réglementation aux modes de fonctionnement et de placement des FNB. La phase 2 a introduit des modifications réglementaires afin d'assujettir les fonds d'investissement à capital fixe à plusieurs dispositions du Règlement 81-102. Les modifications de la phase 2 interdisent tout placement par des OPC dans des fonds d'investissement à capital fixe; elles incorporent également des modifications au Règlement 81-106 qui prévoient que tous les fonds d'investissement devront présenter dans les notes afférentes à leurs états financiers, un rapprochement entre les revenus tirés d'opérations de prêt de titres.

81-107 sur le comité indépendant des fonds d'investissement et modifications corrélatives, à https://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/81-102/2014-06-19/2014juin19-81-102-avis-publ-finalacvm-fr.pdf

5.4.5 Conclusion

Très strictement encadrés par la réglementation des valeurs mobilières, les fonds d'investissement canadiens n'ont pas une taille qui puisse induire des risques systémiques élevés. Lors d'une consultation en mars 2015, le CSF et l'OICV suggéraient des seuils de 200 milliards de dollars US d'actif sous gestion pour la désignation d'entités à risque systémique[203]. Seuls 6 fonds canadiens gèrent plus de 10 milliards de dollars en janvier 2015, et aucun n'atteint 128 milliards de dollars de fonds gérés. Aucun n'exerce de position dominante sur son marché[204]. Aucun fonds canadien ne s'approche, même de très loin, de la limite évoquée par les instances internationales. Les travaux de la Banque du Canada indiquent par ailleurs clairement que, sous aucune des dimensions de vulnérabilité telles que l'asymétrie entre financement et liquidité, le levier financier, la tarification des risques et l'opacité, les OPC canadiens ne présentaient de risque systémique. Le préambule de la LSMC défend que :

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Les analyses publiées par la Banque du Canada indiquent clairement que ce segment du système financier n'implique pas de vulnérabilités de nature systémique. La surveillance et la réglementation de ces fonds par les autorités en valeurs mobilières est exhaustive et elle a été mise à jour. Les changements apportés à ce marché ont permis d'augmenter la

---

[203] Conseil de stabilité financière et OICV (2015). *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions (NBNI G-SIFIs)*. Document de consultation, Financial Stability Board (FSB) and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 4 mars. disponible à: http://www.fsb.org/2015/03/assessment-methodologies-for-identifying-non-bank-non-insurer-global-systemically-important-financial-institutions/.(p.36).

[204] Sandra Ramirez, Jesus Sierra and Jonathan Witmer (2015). *Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 55-64.

transparence, d'améliorer l'information et de mieux protéger les investisseurs. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.5 Les organismes de placement collectif du marché monétaire

5.5.1 Description

À la différence du marché obligataire, le marché monétaire, qui est une sous-section du marché des titres à revenu fixe, se spécialise dans les titres d'emprunt à très court terme (échéant dans moins d'un an). Les titres du marché monétaire incluent des liquidités, ou espèces, en raison de leur échéance rapprochée. Il s'agit essentiellement de reconnaissances de dette émises par des gouvernements, des institutions financières et de grandes sociétés. Dans des circonstances normales de marché ces instruments sont jugés très liquides et extrêmement sûrs[205]. Ils procurent par conséquent des rendements nettement inférieurs à ceux de la plupart des autres titres. Le marché monétaire diffère du marché boursier parce que les valeurs à court terme se négocient en coupures d'un montant élevé. Le marché monétaire est en outre un marché hors cote, ou entre courtiers, ce qui signifie que les courtiers vendent et achètent des titres dans leurs propres comptes en assumant les risques eux-mêmes. Quant aux investisseurs particuliers, cette situation a pour effet de limiter l'accès à l'inventaire de titres du marché monétaire détenu par leur courtier. Les marchés hors cote sont aussi caractérisés par l'absence de parquet centralisé, ou de bourse. Les opérations sont négociées par téléphone ou au moyen de systèmes électroniques.

Pour l'investisseur moyen, la meilleure façon d'accéder au marché monétaire consiste à souscrire des parts d'organismes de placement collectif du marché monétaire (OPCMM). Ces fonds remplissent un rôle clé de fournisseur de liquidités dans le système financier. Ils servent d'intermédiaire entre les investisseurs privés ou institutionnels qui veulent

[205] Le choc survenu en 2007 sur ce marché a évidemment montré que ce marché comportait des risques. Toutefois, cet épisode est généralement considéré comme un « Cygne noir » c'est à dire un événement extrêmement rare qui ne survient qu'en raison d'un ensemble de circonstances particulières. Voir John B Taylor and John C Williams (2008). *A Black Swan in the Money Market*. National Bureau of Economic Research No. 13943 disponible à: http://www.nber.org/papers/w13943.

améliorer le rendement de leur trésorerie d'une part et les sociétés ou entités publiques qui veulent se financer à court terme d'autre part. La majorité des OPCMM maintiennent une valeur liquidative constante, le plus souvent à 1 ou 10 dollars.

5.5.2 Comportement durant la crise

Avant la faillite de Lehman Brothers, les investisseurs considéraient les OPCMM comme une catégorie d'actif relativement sans risque[206]. Pourtant, les OPCMM américains avaient investi des montants considérables en TAA. Toutefois, les fonds ont subi peu de pertes jusqu'en septembre 2008, en grande partie parce que le TAA bénéficiait de garanties de la part des grandes banques. Lors de la faillite de Lehman Brothers Holdings Inc. (Lehman Brothers), il est apparu que l'un des OPCMM les plus importants (Reserve Primary Fund), détenait plus de 785 millions de dollars US de papier commercial émis par Lehman Brothers. Un épisode de retrait massif (run) a alors commencé et, le 16 septembre, le fonds a dû payer 10,8 milliards de dollars US à ses porteurs tout en faisant face à des demandes supplémentaires de l'ordre de 28 milliards de dollars US. Les demandes de retraits ont visé les autres OPCMM du « *Reserve Fund Group* », dont certains ne détenaient même pas de papier commercial émis par Lehman Brothers. Plusieurs autres fonds de ce groupe ont également été suspendus (suite à une décision de la SEC). Le *Reserve Primary Fund* n'a pu maintenir sa valeur liquidative fixe à 1 dollar et a publié une valeur liquidative à 0,97 $ le 16 septembre 2008[207]. Toutefois, les investisseurs du *Reserve Primary Fund* ont ultimement récupéré 99,04 % des montants investis dans le fonds. À cette exception près, selon Laffer[208], les fonds du marché monétaires ont été exceptionnellement stables et prévisibles.

---

[206] La CIBC présente les OPCMM comme suit : « Ils génèrent un revenu d'intérêt sûr et régulier. Ces fonds du marché monétaire remplacent parfaitement les comptes bancaires ou les dépôts à terme. », Site de la CIBC, Consulté le 26 janvier 2016 à https://www.investorsedge.cibc.com/ie/education-centre/topics/mutual-funds/types-of-mutual-funds-fr.html

[207] Voir : http://www.reuters.com/article/idUS261108+18-Sep-2008+BW20080918

[208] Arthur B Laffer (2012). *The Money Market Mutual Fund Industry: First Do No Harm*. Laffer Center Document disponible à: http://www.laffercenter.com/wp-content/uploads/2012/08/2012-08-MoneyMarketMutualFundIndustry-LafferCenter-ArthurLaffer.pdf.

L'épisode de retrait massif s'est ensuite étendu à l'ensemble des OPCMM qui détenaient du papier commercial. Les investisseurs institutionnels auraient réduit leur investissement dans le marché monétaire de 178 milliards de dollars US[209]. Rapidement, le Trésor américain a annoncé une garantie gouvernementale temporaire des actifs détenus sur ce marché.

Le risque des OPCMM et leur contribution au risque systémique font débat. Pour plusieurs auteurs, qui s'appuient sur la bonne tenue de ces fonds au cours de la CFG, les OPCMM présentent peu de contribution au risque systémique[210]. Macey considère même que les OPCMM contribuent à la réduction du risque systémique, en limitant la concentration des risques de l'assurance dépôt. En effet, contrairement aux dépôts bancaires, les placements dans les OPCMM ne sont pas assurés. Pour d'autres auteurs, le risque de désengagement (*run*) est important en raison de l'incertitude qui prévaut quant à la volonté du promoteur du fonds de fournir de la liquidité en période de tension et du manque d'information sur les actifs détenus qui peut augmenter le risque de désengagement. Selon McCabe, les OPCMM américains ont souffert de la crise du PCAA mais ce sont les commanditaires qui ont absorbé les pertes et non les investisseurs dans la grande majorité des cas, Lehman Brothers constituant l'exception. McCabe associe donc le risque des OPCMM au risque de défaut des commanditaires, une occurrence extrêmement rare[211].

---

[209] Marcin Kacperczyk and Philipp Schnabl (2009). *When Safe Proved Risky: Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-2009*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 15538 disponible à: http://www.nber.org/papers/w15538.

[210] Arthur B Laffer (2012). *The Money Market Mutual Fund Industry: First Do No Harm*. Laffer Center Document disponible à: http://www.laffercenter.com/wp-content/uploads/2012/08/2012-08-MoneyMarketMutualFundIndustry-LafferCenter-ArthurLaffer.pdf.; Jonathan Macey (2011). *Reducing Systemic Risk: The Role of Money Market Mutual Funds as Substitutes for Federally Insured Bank Deposits*. Stan. JL Bus. & Fin. 17: 131.

[211] Patrick E McCabe (2010). *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*. Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C. disponible à: http://www.federalreserve.gov/PubS/feds/2010/201051/201051pap.pdf.

5.5.3 Situation au Canada

Les données internationales indiquent une présence très limitée et décroissante des OPCMM au Canada. La valeur des actifs des OPCMM canadiens au 30 septembre 2015 était de 27,9 milliards de dollar CAD (incluant les fonds de fonds), selon *Investor Economics*. Ils s'établissaient à approximativement 30 milliards de dollars en 2012, en forte baisse par rapport au sommet de 77,4 milliards atteint en 2009, selon Gravelle et al[212]. Selon ces auteurs, « le secteur des fonds monétaires au Canada est concentré, les quinze principaux fonds rassemblant environ 75 % des actifs gérés. Offerts par les grandes banques et les firmes de gestion d'actifs, ces fonds détiennent essentiellement des titres émis par des banques (adossés ou non à des créances), du papier commercial de sociétés non financières, des obligations du gouvernement fédéral et des provinces ainsi que des instruments d'emprunt émis par d'autres institutions financières nationales ou étrangères. » La faiblesse des taux d'intérêt à court terme explique certainement la réduction de l'activité des OPCMM. Certains gestionnaires de fonds ont été amenés à renoncer à une portion de leurs frais de gestion pour maintenir un rendement positif pour les investisseurs.

Les OPCMM assujettis canadiens pratiquent peu de transformation de la liquidité et ne peuvent pas utiliser d'effet de levier : ils ne peuvent pas faire d'emprunt ou utiliser des dérivés ou faire des ventes à découvert, en vertu de la réglementation en valeurs mobilières. Comme l'admettent Gravelle et al., ce segment est peu susceptible de revêtir une importance systémique au Canada. Les six OPCMM canadiens les plus importants sont ceux des principales banques canadiennes, et c'est le cas de huit des dix principaux fonds de ce segment. Les fonds commandités par les grandes banques représentent ensemble 62 % des actifs de ce secteur[213]. Compte tenu de l'énorme différence de taille entre les actifs détenus par les OPCMM au Canada et l'actif des banques, il est

[212] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68.
[213] FAIR: Canadian Money Market Funds – Zero Returns, consulté le 26 janvier 2016 à http://www.getsmarteraboutmoney.ca/en/research/Related-research/Documents/canadian-money-market-funds-zero-returns-fair-research-study.pdf..

impossible que le désengagement des investisseurs de certains OPCMM puisse induire de graves problèmes au niveau des banques canadiennes. Ces difficultés des commanditaires constituent l'unique source de risque systémique associée aux OPCMM, selon McCabe[214].

5.5.4 Encadrement et réglementation au Canada

À la suite de la CFG, la réglementation des valeurs mobilières relative aux OPCMM a été modifiée. De nouvelles restrictions en matière d'investissement ont été introduites dans le cadre du projet de modernisation de la réglementation des produits de fonds d'investissement annoncée en 2012 par les ACVM[215]. Afin de limiter le risque de désengagement, les OPCMM doivent détenir au moins 5 % de leur actif dans des espèces ou des placements convertibles en espèces dans un délai d'un jour et au moins 15 % de leur actif sous forme liquidités ou de titres facilement convertibles en liquidité en moins d'une semaine (article 2.18 du Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement). L'Instruction générale relative au Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement fournit des instructions quant à la notion de facilement convertible (Article 3.7.1 de l'Instruction générale du Règlement 81-102).

Les OPCMM pratiquent une transformation des échéances, puisqu'une partie des titres qu'ils détiennent est à échéance moyenne alors que les investisseurs peuvent disposer de leurs parts sur le champ. Les ACVM ont imposé une limite de 180 jours sur la durée de vie résiduelle moyenne pondérée des actifs détenus par un OPCMM[216]. Les OPCMM ne peuvent s'impliquer dans les ventes à découvert ou utiliser des instruments dérivés. La

---

[214] Patrick E McCabe (2010). *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*. Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington, D.C. disponible à: http://www.federalreserve.gov/PubS/feds/2010/201051/201051pap.pdf.

[215] Voir l'avis de publication des ACVM , disponible à http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/81-102/2012-02-10/2012fev10-81-102-avis-publication-fr.pd

[216] Cette moyenne doit être calculée à partir de la durée de vie résiduelle moyenne pondérée de tous les titres du portefeuille y compris les obligations à taux variable. Le sous-paragraphe 1) b) de l'article 2.18 du Règlement 81-102 ne prévoit pas seulement un délai de 180 jours. Ce délai est de 90 jours, si l'on prend pour durée d'une obligation à taux variable la période à courir jusqu'au prochain rajustement du taux d'intérêt. Ce calcul ne s'applique pas aux titres émis par un ou plusieurs OPC du marché monétaire.

transparence de l'information requise des fonds a été améliorée par l'interdiction d'agréger certains types de dettes à court terme dans l'inventaire du portefeuille préparé à l'intention des investisseurs. Ces modifications réglementaires ont été implantées en avril et octobre 2012.

Les ACVM affirment suivre les développements de ce marché et, en particulier, les changements à la réglementation apportés par les autres juridictions.

5.5.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC défend que :

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Même aux États-Unis, les OPCMM n'ont pas entraîné de pertes importantes pour les investisseurs pendant la CFG. Au Canada, leur taille est limitée et, selon les auteurs associés à la Banque du Canada, ils n'induisent pas de risque systémique. En particulier, leur taille est très restreinte par rapport à l'ensemble du marché et, pour les plus importants, par rapport à la taille de leur commanditaire. Les titres qui figurent à l'actif des OPCMM sont très majoritairement émis par les banques et le gouvernement fédéral. La surveillance et la réglementation de ces fonds par les autorités en valeurs mobilières est exhaustive et elle a été mise à jour pour améliorer la résilience de ces fonds, en imposant des exigences fortes en matière de liquidité. Les autorités affirment agir de façon proactive en surveillant les développements de ce secteur, incluant les initiatives réglementaires dans les autres pays. Les changements apportés à ce marché ont permis d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information et mieux protéger les investisseurs. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.6 **Les fonds négociés en Bourse**

5.6.1 Description

Les titres des FNB (ou fonds cotés en bourse ou en anglais Exchange Traded Fund ou ETF) sont transigés comme des actions cotées, soit sur une bourse. Ces fonds reproduisent habituellement un indice de référence : ils sont alors dits indiciels. Pour cette raison, le gestionnaire de portefeuille de FNB n'a pas pour mandat de maximiser le rendement du fonds par le biais d'une gestion dite active. Son objectif est de suivre de près l'indice boursier de référence. Ceci peut se faire en détenant un portefeuille dont la composition reproduit passivement celle de l'indice de référence, dans le cas des FNB dits « physiques ». Toutefois, certains FNB dits « synthétiques » utilisent des instruments dérivés pour reproduire le comportement de l'indice. Le marché des FNB est en très forte croissance. La Banque de Montréal rapporte une croissance annuelle mondiale de ce marché de l'ordre de 24,2 % au cours des dix dernières années. Le marché américain s'établit à près de 2 000 milliards de dollars US en 2015 et le marché européen s'élève maintenant à près de 494 milliards de dollars US[217].

Les FNB indiciels permettent aux investisseurs de détenir un portefeuille liquide dont le rendement est très semblable à celui des indices de référence, à un coût minime. En grande majorité, les FNB canadiens sont du type physique et la proportion des fonds qui emploient l'endettement est faible. Les FNB à levier (*leveraged ETF*) utilisent l'endettement pour amplifier les variations positives ou négatives de leurs indices de référence[218]. Les FNB à levier positifs (*ultra* ou *bull ETFs*) parient sur la hausse de

[217] Selon : Perspectives des FNB de BMO Gestion mondiale d'actifs en 2015, mise à jour du troisième trimestre, consulté le 24 décembre 2015 à https://www.bmo.com/assets/gam/docs/15-1663-Outlook-Mid-year-update-F_FINAL.pdf

[218] Imaginons un FNB indiciel d'un million de dollars qui duplique un indice dont le rendement annuel est de 6 %. Sans levier, le rendement du fonds sera de 6 %, moins les frais. Si le fonds emprunte un montant équivalent à deux fois l'actif sous gestion au taux de 4 %, l'effet est le suivant. La valeur du FNB au cours de l'année va augmenter de 3 millions de dollars x 6 % = 180 000 dollars et il va payer un intérêt sur emprunt de 80 000 dollars, ce qui procure un accroissement de valeur de 100 000 / 1 000 000 = 10 %. Le rendement positif de l'indice a été amplifié. Cet effet de levier induit le risque suivant : si l'indice a un rendement nul, le rendement est de 0 % sans endettement, mais de -8 % si le FNB a emprunté, car il devra payer les intérêts et rembourser l'emprunt.

l'indice alors que les FNB négatifs parient et amplifient la baisse des indices (*bear ETFs*). Environ 13 % des FNB échangés aux États-Unis sont des FNB à levier[219]. Les FNB synthétiques sont surtout présents sur le marché européen. Les FNB gérés activement ne cherchent pas à répliquer un indice; le gestionnaire gère un portefeuille destiné à satisfaire les besoins particuliers d'investisseurs souvent en utilisant des produits dérivés.

Le Comité sur la gestion de portefeuille de l'OICV (*IOSCO Committee on Investment Management*) a mandaté un comité ad hoc pour réaliser un travail d'analyse sur les FNB et rédiger des recommandations. Ce Comité a mené une analyse approfondie des divers risques. Certains rapports antérieurs avaient soulevé des questions relatives aux effets des FNB sur la stabilité des marchés et sur la liquidité. Le Comité a conclu qu'il ne semble pas exister de preuves fortes de l'existence de tels risques : « the evidence gathered at this stage remains inconclusive ». Toutefois, l'OICV appelle à la vigilance notamment en ce qui concerne les risques de contrepartie et de garantie qu'implique l'emploi des dérivés par les fonds synthétiques[220].

5.6.2 Comportement durant la crise

Les FNB physiques, qui n'utilisent ni les dérivés ni les effets de levier, représentent la majorité des fonds et n'ont pas été affectés par la crise en dehors des effets induits par la baisse des cours boursiers. Un seul sous-segment des FNB a été mentionné comme pouvant poser des problèmes de nature systémique. Il s'agit des fonds à levier, qui ont été accusés d'augmenter la volatilité du marché boursier. Ces fonds rééquilibrent leur portefeuille en vendant massivement les titres dont la valeur baisse et en achetant de grandes quantités des actions dont la valeur augmente, ce qui tend à amplifier les variations de cours. La SEC a d'ailleurs imposé un moratoire sur la création de tels fonds. Toutefois, les travaux récents menés notamment par les chercheurs de la Réserve fédérale

[219] Pauline M. Shum and Jisok Kang (2013). *Leveraged and Inverse ETF Performance During the Financial Crisis*. Managerial Finance 39 (5): 476-508.
[220] OICV (2012). *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds* OICV/IOSCO, Rapport final, juin, disponible à: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf.

indiquent que le risque systémique des FNB à levier a été exagéré[221]. Ces instruments présentent toutefois un risque élevé pour les investisseurs, et l'OCRCVM a émis un communiqué à l'intention des conseillers en placement concernant l'importance de bien connaître leur client et de s'assurer que ces produits se retrouvent entre les mains d'investisseurs comprenant les risques qui y sont associés[222]. Aux États-Unis, les FNB gérés activement ont également fait l'objet d'analyses par la SEC, en raison du risque que présentait l'utilisation des dérivés. Le moratoire qui les a touchés a cependant été levé. Il semble acquis que le seul sous-ensemble des FNB à levier et gérés activement pourrait présenter des éléments de risque de nature systémique. Ils ne représentent actuellement qu'une proportion minime des fonds, mais cette proportion tend à croître[223].

5.6.3 Situation au Canada

Au Canada, les 372 FNB recensés par l'Association Canadienne des fonds négociés en bourse géraient un peu plus de 88 milliards de dollars en novembre 2015. Deux familles de fonds, BlackRock Canada (52,3 % de l'actif sous gestion) et BMO Asset Management (27,3 %) dominent largement ce secteur, où sont également présents Vanguard Canada (7,1 %) et Horizons ETFs (5,3 %). Le marché des FNB est donc fortement concentré.[224] Le marché canadien est presque uniquement composé de FNB physiques. « Jusqu'à présent, les FNB ont fait la preuve de leur résilience en période de tensions sur les marchés (notamment au cours de la crise financière de 2008) »[225].

---

[221] Ivan Ivanov and Stephen L Lenkey (2014). *Are Concerns About Leveraged ETFs Overblown?* Board of Governors of the Federal Reserve System Discussion Paper no. 2014-106 disponible à: http://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2014/files/2014106pap.pdf.
[222] Voir : OCRCVM: *Sales Practice Obligations Relating to Leveraged and Inverse Exchange-Traded Funds*, consulté le 26 décembre 2015 à http://www.iiroc.ca/Documents/2009/E786AB09-D19F-41B5-A63E-496352FF040C_en.pdf
[223] Srichander Ramaswamy (2011). *Market Structures and Systemic Risks of Exchange-traded Funds*. Bank for International Settlements Working Paper No. 343 disponible à: http://www.bis.org/publ/work343.pdf.
[224] Site de l'ACFNB, consulté le 16 décembre 2015 à http://www.cetfa.ca/fr/infocentre/stats.html
[225] Ian Foucher and Kyle Gray (2014). *Les fonds négociés en bourse: évolution des avantages, des vulnérabilités et des risques*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 43-53. (p.53)

À la fin de 2014, l'actif total géré par les FNB au Canada atteignait 72 milliards de dollars, dont 3,2 milliards seulement étaient investis dans des FNB synthétiques. Ceci permettait aux chercheurs de la Banque du Canada d'écrire que :

> « Le marché canadien des FNB synthétiques présente un risque de contrepartie plus concentré que les marchés d'autres pays. Cependant, étant donné la taille restreinte de ce segment du marché, cette concentration de risque ne représente pas une vulnérabilité significative pour le système financier canadien[226]. »

Il reste possible que ce marché se développe suffisamment pour représenter un risque, mais ce n'est clairement pas le cas à la fin de 2015. Par ailleurs, les FNB sont strictement encadrés par la réglementation des valeurs mobilières à titre de fonds d'investissement.

5.6.4 Encadrement et réglementation

Le 24 juin 2013, l'OICV a publié un rapport décrivant les principes qui devraient encadrer la réglementation des FNB. Les principales recommandations de l'OICV sont les suivantes :

- Demander que l'information transmise aux investisseurs permette à ces derniers de différencier clairement les FNB des OPC et des autres produits échangés en bourse; l'information doit permettre de distinguer les fonds indiciels des autres types de FNB.
- Demander la transparence du portefeuille quant à l'indice suivi, les méthodes de suivi, la composition, le suivi du rendement, les prêts importants et le prêt de titres.
- Encourager la divulgation rigoureuse des frais et dépenses.
- Encourager les FNB, en particulier ceux qui utilisent des stratégies d'investissement complexes, à présenter une information exhaustive, exacte et intelligible incluant une divulgation relative à leur gestion des risques associés à ces stratégies.

[226] Ian Foucher and Kyle Gray (2014). *Les fonds négociés en bourse: évolution des avantages, des vulnérabilités et des risques*. Banque du Canada: revue du systéme financier (décembre): 43-53. (p.43).

- S'assurer de la surveillance d'éventuels conflits d'intérêt. L'OICV évoque notamment la possibilité de conflits d'intérêts entre les responsables d'indices de référence et les gestionnaires de FNB, ainsi que d'éventuels conflits d'intérêts dans le domaine des dérivés.

Au Canada, le marché des FNB est régi par les autorités provinciales en valeurs mobilières. Ils sont pour la plupart des « organismes de placement collectif cotés dont les titres font l'objet d'un placement permanent ». Les FNB peuvent aussi être des fonds à capital fixe. La réglementation des fonds communs de placement, évoquée à la section précédente, s'applique donc aux FNB. La réglementation en valeurs mobilières couvre donc déjà la majorité des éléments soulignés dans les lignes directrices de l'OICV.

Les FNB qui suivent le rendement de titres peu liquides, tels que les obligations à rendement élevé, pourraient présenter un risque, parce que la valeur des titres sous-jacents peut s'écarter de celle du FNB en raison de fréquences de transactions différentes. Un choc au niveau des titres sous-jacents pourrait se répercuter sur le FNB et inciter les investisseurs à ne plus transiger dans ses titres. On assisterait alors à une amplification du risque, selon Foucher et Gray[227]. Ces fonds dédiés aux obligations à haut rendement représentent 4,1 % de l'actif sous gestion des FNB, soit quelques milliards de dollars, ce qui est infime par rapport à la taille du marché financier canadien.

Par ailleurs, l'article 2.4 du Règlement 81-102, qui couvre notamment les restrictions concernant les actifs non liquides, limite à 10 % de la valeur liquidative la proportion d'actifs non liquides, ce qui limite les risques que pourraient présenter les quelques fonds qui répliquent des indices de titres à revenu fixe peu liquides. L'utilisation des dérivés est encadrée aux articles 2.7 à 2.9 de ce règlement, les prêts de titres à son article 2.12 et les mises en pension à son article 2.13. L'emploi de l'effet de levier est aussi encadré par le Règlement 81-102, qui s'applique aux fonds d'investissement incluant les FNB.

La présentation de l'information, et notamment l'emploi d'un langage simple et établi dans un format qui en facilite la lecture et la compréhension sont régis par le

[227] Ian Foucher and Kyle Gray (2014). *Les fonds négociés en bourse: évolution des avantages, des vulnérabilités et des risques*. Banque du Canada: revue du systéme financier (décembre): 43-53.

Règlement 41-101. L'OICV a mis beaucoup d'emphase sur l'information requise pour que les investisseurs soient en mesure d'évaluer correctement le niveau de risque des FNB. Les ACVM ont publié le 10 décembre 2015 l'*Avis de consultation des ACVM : Méthode de classification du risque des OPC à employer dans l'aperçu du fonds et l'aperçu du FNB proposé par les ACVM – Projet de Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement - modifications corrélatives.* Cet avis de consultation propose une méthode normalisée de classification du risque des fonds communs de placement et des FNB. Actuellement, les gestionnaires déterminent le niveau de risque selon la méthodologie de leur choix, mais se réfèrent le plus souvent à la méthode développée par l'Institut des fonds d'investissement du Canada. Par ailleurs, selon ces avis et dans le cas des fonds créés moins de 10 ans avant la présentation des facteurs de risque, le fonds devrait présenter sa performance face à un indice de référence, et devrait décrire dans quelle mesure cet indice de référence est approprié à l'évaluation de sa performance.

5.6.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC défend que :

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Au Canada, la petite taille des FNB font qu'ils n'induisent pas de risque systémique, d'autant qu'ils ne sont pas considérés comme des vecteurs importants de risque systémique dans les autres pays. La surveillance et la réglementation de ces fonds par les autorités en valeurs mobilières est exhaustive et elle a été mise à jour. Les changements apportés à ce marché ont permis d'augmenter la transparence, de mieux assurer la liquidité, d'améliorer l'information et mieux protéger les investisseurs. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule, sont donc déjà atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.7 Les fonds de couverture

5.7.1 Description

Les fonds de couverture sont une catégorie de fonds d'investissement qui, en raison de dispositions réglementaires particulières, peuvent investir dans des classes d'actifs et utiliser des stratégies de placement diverses et plus risquées qui ne sont pas permises pour des fonds classiques. Ils sont inclus dans la catégorie des fonds alternatifs en ce qui concerne la réglementation. Dans le monde, la croissance de l'actif sous gestion des fonds de couverture a été forte. De 20 milliards de dollars en 1998, l'actif sous gestion mondial est passé à près de 3 000 milliards de dollars avant la CFG, durant laquelle l'actif sous gestion a diminué de 30 %. D'après *Hedge Fund Intelligence*, en 2015, les fonds de couverture géraient environ 3 000 milliards de dollars US dans le monde, dont 2 080 milliards de dollars US aux États-Unis, 226 milliards de dollars US au Royaume-Uni et 26 milliards de dollars US au Canada[228].

Les fonds de couverture utilisent des stratégies et des outils considérés comme risqués : l'effet de levier, les ventes à découvert, les instruments dérivés. Par ailleurs, leur liquidité est faible et les montants requis pour investir excluent le plus souvent les investisseurs au détail. Les fonds de couverture ne sont donc généralement pas destinés aux investisseurs individuels classiques; les investisseurs se recrutaient principalement parmi les individus dont le niveau de richesse est suffisamment élevé pour qu'ils puissent accéder au marché dispensé. Depuis la CFG, les investisseurs institutionnels, dont les fonds de retraite, ont accru leur implication dans cette catégorie de placement. Aux États-Unis, les fonds de pension ont investi 450 milliards de dollars US dans cette catégorie d'actif à la mi-2014, mais certains se sont retirés récemment. Les avantages de ce type de placement pour les fonds de pension semblent en effet être inexistants, surtout lorsque les frais de gestion sont pris en considération[229].

---

[228] Hedge Fund Intelligence : *Global Review Autumn 2015*, consulté le 3 janvier 2016 à http://unbouncepages.com/global-review-autumn-2015

[229] Elizabeth Parisian and Saquib Bhatti (2015). *All That Glitters is not Gold: An Analysis of Pension Investments in Hedge Funds*. Working Paper, Roosevelt Institute disponible à: http://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2015/12/All-That-Glitters-Is-Not-Gold-Nov-2015

Les fonds de couverture emploient des stratégies diverses, qu'il est important de présenter sommairement afin de comprendre les risques potentiels de ces entités. Les stratégies les plus employées au Canada au cours des années 2000 étaient les suivantes selon Klein et al.[230] :

La sélection de titres (*long-short equity*) consiste à acheter certains titres (positions acheteuses ou positions longues) et de vendre à découvert certains autres titres (positions vendeuses ou courtes) sur des actions sélectionnées appartenant au même secteur ou à la même zone géographique. La position peut être biaisée en fonction de la position nette soit à l'achat soit à la vente ou encore neutre. On évoque alors des stratégies à biais long ou court, ou encore neutre. Cette stratégie classique avec biais est utilisée par 53 % des 160 fonds canadiens analysés par Klein et al., alors que 10,6 % des fonds emploient une stratégie neutre. Au total, cette approche de la sélection de titres est utilisée par plus de 63 % des fonds canadiens en 2011, alors qu'elle est la stratégie privilégiée par environ 28 % des gestionnaires au niveau mondial[231]. Les gestionnaires canadiens de fonds de couverture semblent avoir une approche plutôt traditionnelle, basée sur les actions. La sélection des titres repose sur la capacité d'analyse et de sélection de titres des gestionnaires, qui misent sur les titres sur ou sous évalués. Le risque de marché est, en principe, annulé par la détention simultanée de positions longues et courtes : c'est le principe de la couverture. Le rendement du fonds sera influencé par la correction des prix des titres mal évalués mais par aucun autre facteur de marché, en raison de la couverture.

La seconde stratégie utilisée au Canada, par ordre d'importance, est celle de l'arbitrage sur produits de taux (*fixed income arbitrage*). Elle est employée par 8,75 % des fonds canadiens étudiés, contre 14,8 % au niveau mondial. Le gestionnaire cherche à tirer profit

---

.pdf.

[230] Peter Klein, Daryl Purdy, Isaac Schweigert and Alexander Vedrashko (2015). *The Canadian Hedge Fund Industry: Performance and Market Timing*. International Review of Finance 15 (3): 283-320. (p.34). La répartition des stratégies présentée par Klein et al. au Canada est semblable à celle observée par l'OICV : OICV (2013). *Report on the Second IOSCO Hedge Fund Survey*. octobre disponible à: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD427.pdf.

[231] Selon CITI Bank: Hedge Fund Industry Snapshot March 2015, consulté le 2 janvier 2016 à https://www.citibank.com/mss/products/investor_svcs/prime_finance/business_advisory/docs/hf_monthly_mar15.pdf

des mouvements et des déformations de la courbe des taux. Elle utilise comme véhicules les titres d'État, les contrats à terme standardisés et les contrats d'échange de taux d'intérêt. Une douzaine de fonds canadiens utilisent les stratégies dites de situations spéciales (*event driven*). Leurs gestionnaires recherchent les opportunités générées par des évènements intervenant dans la vie des entreprises, telles que les fusions, les acquisitions ou les difficultés.

Les stratégies opportunistes ou « global macro » consistent à tirer profit des évolutions de l'économie globale, en se basant sur l'analyse des politiques économiques et des indicateurs économiques. Elles impliquent l'utilisation de transactions sur les taux d'intérêt, les devises, les indices. Elles sont employées par 5 des fonds canadiens suivis par Klein et al., alors qu'elle sont choisies par 21,1 % des gestionnaires dans le monde. Les stratégies basées sur les contrats à terme standardisés et les produits de base (*Managed Futures hedge funds and commodity trading advisors*) ou les arbitrages à fréquence élevée (*High Frequency Statistical arbitrage*) sont très peu représentées au Canada. D'après Klein et al., les fonds de couverture canadiens emploient donc des stratégies classiques, basées principalement sur des actions ou des titres à revenu fixe.

Les fonds de fonds de couverture investissent dans plusieurs fonds de couverture différents, pour offrir aux investisseurs une diversification à travers les diverses stratégies développées par les fonds. C'est une possibilité importante pour les investisseurs institutionnels puisque la performance des stratégies dépend en grande partie des conditions de marché. Toutefois, les montants qui sont requis pour investir dans les fonds de couverture sont souvent trop élevés pour que les gestionnaires institutionnels puissent effectuer une diversification autonome. Ils emploient donc les fonds de fonds.

5.7.2 Comportement durant la crise

À la suite des travaux approfondis menés par diverses équipes de chercheurs, les fonds de couverture ont été largement disculpés de leur responsabilité dans la CFG. Pour Brown et al., il n'y a aucune évidence à l'effet que les fonds de couverture, pourtant peu réglementés, aient causé ou contribué de quelque façon à la sévérité de la CFG, au

contraire des entités fortement réglementées que sont les banques[232]. Selon Klein et al., qui s'intéressent particulièrement au marché canadien :

> « Unregulated hedge funds have not been the main protagonists during the current crisis. Instead the greatest systemic risk has come from large complex financial institutions that are subject to varying degrees of regulation[233]. »

Pour Michel Prada, de l'Autorité des marchés financiers de France:

> « Systemic risk is the risk of overall destabilization of financial markets stemming from the failure of a large-size hedge fund or a chain of failures of several smaller hedge funds. Today that risk appears rather low. According to available studies, the annual failure rate is 3 per mil, a remarkably stable rate over the past 10 years, a period which has witnessed a 7-fold increase of the number of hedge funds[234]. »

Le Rapport du Groupe de haut niveau sur la surveillance de l'Union Européenne conclut[235] :

> « En ce qui concerne les hedge funds, le Groupe estime qu'ils n'ont pas joué un rôle essentiel dans le déclenchement de la crise. Ils se sont essentiellement limités à un rôle de transmission, notamment par la cession massive d'actifs et par des ventes à découvert. Il faut également constater que dans l'UE, contrairement aux États-Unis, la grande majorité des gestionnaires de ces fonds est enregistrée et soumise à des obligations d'information. C'est notamment le cas au Royaume-Uni, où les gestionnaires de hedge funds font l'objet d'un enregistrement et d'une réglementation,

---

[232] Stephen Brown, Anthony Lynch and Antti Petajisto (2010). *Hedge Funds, Mutual Funds, and ETFs*. Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance. V. Acharya T. Cooley M. P. Richardson I. Walter eds, John Wiley & Sons**:** 351-366.
[233] Michael R. King and Philipp Maier (2009). *Hedge Funds and Financial Stability: Regulating Prime Brokers will Mitigate Systemic Risks*. Journal of Financial Stability 5 (3): 283-297. (p.284)
[234] Michel Prada (2007). *The World of Hedge Funds: Prejudice and Reality*. Banque de France: Financial Stability Review – Special issue on Hedge Funds No. 10, Avril disponible à: https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/etud13_0407.pdf.
[235] Jacques de la Rosière (2009). *Rapport du Groupe de haut niveau sur la surveillance ou Groupe de Larosière*. Rapport réalisé sur demande du Président de la Commission européenne José Manuel Barroso, 25 février disponible à: http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf.

> comme c'est d'ailleurs le cas pour tous les gestionnaires de fonds, et où les 30 principaux sont soumis à une obligation d'information directe souvent obtenue sur une base internationale, ainsi qu'à un contrôle indirect par les banques et par leurs courtiers. »

Bien qu'ils s'entendent sur l'absence de dimension de risque systémique de ce compartiment du marché financier, les observateurs reconnaissent l'existence de lacunes réglementaires. Elles concernent en premier lieu l'information disponible aux organismes de réglementation et aux investisseurs en ce qui concerne les opérations, les stratégies d'investissement et les positions. Les fonds de couverture sont des entités généralement opaques et souvent complexes. Une seconde préoccupation touche à l'utilisation des dérivés, dont il faut s'assurer de l'application des marges et de l'existence d'une chambre de compensation. Une troisième préoccupation est liée à la commercialisation des fonds, notamment par les courtiers du marché dispensé.

5.7.3 Situation au Canada

Les fonds de couverture sont peu présents au Canada. L'actif sous gestion, excluant les fonds de fonds de couverture, est estimé à environ 26 milliards de dollars US en 2015, ce qui représente 1,2 % des montants rapportés aux États-Unis et moins de 1 % du total mondial[236]. Seuls une dizaine de fonds géraient plus d'un milliard de dollars en 2015 selon l'Alternative Investment Management Association (AIMA)[237]. Selon le FMI[238]:

---

[236] Selon Hedge Fund Intelligence : Global Review, disponible en ligne à http://unbouncepages.com/global-review-autumn-2015/, p.18. Certaines sources, dont l'AIMA, situent l'actif sous gestion au Canada autour de 35 millions de dollars, mais cette estimation incorpore les fonds de fonds de couverture, ce qui surestime les montants effectivement gérés. En 2012, l'Autorité et la CVMO ont participé à un sondage de l'OICV sur les fonds de couverture (selon la définition prévue dans le principe 28 de l'OICV). Dans le cadre de ce sondage, il avait été constaté que la valeur nette des fonds de couverture au Canada était d'environ 30 milliards de dollars américains. Il y avait 52 fonds de couverture au Québec et leurs actifs nets totalisaient environ 2,2 milliards de dollars américains.

[237] AIMA (2014). *Canada Handbook, 2nd Edition* disponible à: http://www.aima.org/filemanager/root/site_assets/canada/publications/aima_handbook_2014_-_2nd_edition_-_web.pdf (p.93)

[238] Fonds Monétaire International (2014a). *Canada Financial Sector Assessement Program*. Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Country Report No. 14/73 disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1473.pdf.(p.14)

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

> « The Canadian hedge fund industry is relatively small. Canadian hedge fund assets were estimated at $31 billion, or about 2 percent of the global hedge fund industry, which was estimated to be about $2.6 trillion in 2012. In 2012, there were 275 hedge funds in Canada, which also includes funds of funds. As compared to mutual funds, HFs are only about 4 percent of the total size of mutual funds in Canada. Individual Canadian hedge funds also tend to be small, with more than 80 percent of all hedge funds having less than $100 million in assets under management. The hedge fund industry is concentrated within a few firms. »

À titre de comparaison, Bridgewater, considéré comme le plus important des fonds de couverture aux États-Unis, gère environ 155 milliards de dollars US en 2015[239]. Selon le site d'information OCAT, il existe en 2015 une cinquantaine de fonds américains dont l'actif sous gestion est du même ordre ou supérieur au total de l'industrie canadienne[240]. L'univers des fonds de couverture au Canada n'a donc rien à voir avec celui qui prévaut aux États-Unis. Les menaces systémiques potentielles que représenteraient ces fonds ne peuvent être considérées sur un même plan dans les deux pays.

Environ 200 fonds différents étaient en opération au cours des années 2000. Leur rendement moyen a dépassé celui des fonds des autres pays et les indices de référence, entre 2003 et 2011[241]. Entre 2004 et 2015, le rendement de l'indice des fonds de couverture de la Banque Scotia, conçu pour représenter l'univers des fonds canadiens, a largement surpassé le rendement des autres indices, y compris pendant la CFG[242]. Cette situation conforte la faible dimension systémique de ces fonds. Toutefois, en dépit de ces

---

[239] Nathan Vardi : *America's Richest Hedge Fund Billionaires*, Forbes, 15 septembre 2015, consulté le 26 janvier 2016 à http://www.forbes.com/sites/nathanvardi/2015/09/29/americas-richest-hedge-fund-billionaires-2/#2715e4857a0bafbb3614b058

[240] Octa Finance: *Top Hedge Funds*, consulté le 5 janvier 2016 à http://www.octafinance.com/hedge-funds/top-hedge-funds/?doing_wp_cron=1452096535.2162799835205078125000

[241] Peter Klein, Daryl Purdy, Isaac Schweigert and Alexander Vedrashko (2015). *The Canadian Hedge Fund Industry: Performance and Market Timing*. International Review of Finance 15 (3): 283-320.

[242] Banque de Nouvelle Écosse, Global Banking and Markets : *Canadian Hedge Fund Index*, Novembre 2015, consulté le 30 décembre 2015 à http://www.scmonline.com/analytics/reports/SCHFPI_monthly.pdf

performances favorables, l'expansion de l'industrie des fonds de couverture au Canada est vraisemblablement freinée par la propension des fonds de pension canadiens à confier à des gestionnaires américains la majorité des fonds alloués à cette catégorie d'actif[243].

Les fonds de couverture ne sont pas considérés comme une menace systémique majeure dans le monde. Au Canada, la taille réduite du secteur et des fonds rend la menace systémique des fonds de couverture encore plus improbable que dans les autres pays. Par ailleurs, les énormes différences qui existent entre les marchés américain et canadien en ce domaine expliquent que les dispositions réglementaires diffèrent de façon significative entre les deux pays.

5.7.4 Encadrement et réglementation au Canada

Il n'existe pas de définition de « fonds de couverture » dans la réglementation des valeurs mobilières canadienne. Le Règlement 81-104 prévoit un régime pour des fonds d'investissement qui investissent dans des catégories d'actifs et/ou qui utilisent des stratégies d'investissement qui ne sont pas permises pour les OPC traditionnels. Ces fonds sont nommés « fonds alternatifs ». Les fonds alternatifs peuvent être placés par prospectus ou par dispense de prospectus.

Dès 2006, les Autorités canadiennes de valeurs mobilières s'étaient préoccupées des fonds de couverture et avaient conclu que le cadre réglementaire était adéquat mais qu'il pourrait être amélioré sur certains points, incluant l'obligation d'inscription des gestionnaires de fonds d'investissement[244]. L'OICV a mis en place, en novembre 2008, un groupe de travail sur les entités financières non réglementées, « *the Task Force on Unregulated Financial Entities* », qui s'est intéressé dans un premier temps aux fonds de couverture. Ce groupe de travail a produit un rapport sur la supervision des fonds de couverture en 2009, puis des enquêtes régulières dont la plus récente date de 2015. Le rapport proposait six principes de réglementation des fonds de couverture et de leurs

[243] Peter Klein, Daryl Purdy, Isaac Schweigert and Alexander Vedrashko (2015). *The Canadian Hedge Fund Industry: Performance and Market Timing*. International Review of Finance 15 (3): 283-320.
[244] Voir Fonds de couverture : *Avis du personnel des ACVM No 81-316*, Bulletin de l'Autorité : 12 janvier 2007, Vol. 4, N° 2.

gestionnaires, qui prévoient notamment que les fonds doivent être supervisés de façon appropriée, que leurs gestionnaires doivent fournir aux autorités toute l'information pertinente en matière de risque systémique et que les intermédiaires entre ces fonds et les investisseurs doivent être enregistrés et supervisés[245].

Le principe 28 énoncé par l'OICV « Regulation should ensure that hedge funds and/or hedge funds managers/advisers are subject to appropriate oversight » a donc été appliqué au Canada, comme l'indique le rapport d'évaluation du FMI en 2013[246]. Au Canada, tous les gestionnaires de fonds d'investissement doivent s'inscrire en vertu du Règlement 31-103, peu importe le type de fonds, que le fonds soit un émetteur assujetti ou qu'il place ses titres en vertu d'une dispense de prospectus prévue dans le Règlement 45-106. Des exigences d'enregistrement des gestionnaires ont été introduites ou modifiées par le nouveau Règlement 31-103 entré en vigueur le 28 septembre 2009, dont l'un des objectifs était d'harmoniser le système d'enregistrement entre les provinces. Le gestionnaire d'un fonds de couverture, s'il gère son actif, doit être enregistré comme gestionnaire de portefeuille; cet enregistrement demande que soient satisfaites des exigences notamment en matière de compétence, d'assurance et de capital. Le gestionnaire enregistré est soumis à des exigences permanentes en matière de rapports, notamment en ce qui concerne la vente de parts du fonds et de rapports annuels vérifiés. Il doit disposer de politiques écrites relatives à la gestion du fonds, en conformité avec la réglementation.

Lorsqu'un « fonds alternatif » place ses titres par prospectus, il est un émetteur assujetti soumis, entre autres, au Règlement 81-106 (information continue) et au Règlement 81-107 (comité d'examen indépendant), au même titre que les autres fonds d'investissement. Les fonds alternatifs qui placent leur titres par dispense et qui sont des OPC sont assujettis à certaines dispositions du Règlement 81-106, sauf en Alberta, en Colombie-Britannique, au Manitoba et à Terre-Neuve-et-Labrador.

---

[245] OICV (2015a). *Report on the Third IOSCO Hedge Fund Survey* disponible à: https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS408.pdf.
[246] Fonds Monétaire International (2014a). *Canada Financial Sector Assessement Program*. Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Country Report No. 14/73 disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1473.pdf.

Les ACVM ont proposé en mars 2013 un projet d'encadrement réglementaire plus complet pour les fonds alternatifs. Outre le projet de modification du Règlement 81-102, le projet de modernisation prévoit l'instauration d'un nouvel encadrement général des fonds alternatifs au moyen de modifications du Règlement 81-104 qui seraient faites avec le projet de modification du Règlement 81-102[247]. Seraient visés les fonds d'investissement qui investissent dans des actifs ou utilisent des stratégies de placement qui ne sont pas autorisées par le projet de modification du Règlement 81-102. L'objectif est d'instituer un régime plus homogène, plus équitable et plus fonctionnel pour l'ensemble des produits de fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne. Les ACVM entendent publier prochainement pour consultation des propositions de modifications réglementaires afin de mettre en œuvre les propositions relatives aux fonds alternatifs.

5.7.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC défend que :

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Au Canada, l'industrie des fonds de couverture gère un très faible montant d'actif au regard des normes internationales. Le 4 mars 2015, le CSF et l'OICV suggéraient que les fonds privés tels que les fonds de couverture soient considérés comme systémiques lorsque la valeur brute du nominal de référence dépasse 400 milliards de dollar. Cette limite représente près de 20 fois le total de l'actif géré par les fonds de couverture au

[247] Avis de consultation des ACVM : *Projet de Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif; Modifications corrélatives: Autres questions relatives au Règlement 81-104 sur les fonds marché à terme et aux prêts, mises en pension et prises en pension de titres par les fonds d'investissement,* consulté le 6 janvier 2016 à https://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/81-102/2013-03-28/2013mars28-81-102-avis-cons-fr.pdf

Canada[248]. Les fonds de couverture canadiens sont de petite taille. Ils utilisent majoritairement des stratégies classiques basées sur les actions. Ce secteur ne peut pas constituer un élément de risque systémique[249]. Il est en effet impossible de concevoir que des problèmes dans l'un ou l'autre de ces fonds puissent menacer la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que l'ensemble de l'économie canadienne. Les fonds de couverture ne sont d'ailleurs pas considérés comme des vecteurs importants de risque systémique dans les autres pays. La surveillance et la réglementation de ces fonds par les autorités en valeurs mobilières est exhaustive et elle a été mise à jour. La réglementation canadienne encadrant ce type de fonds a d'ailleurs fait l'objet d'un examen par le FMI en 2013 dans le cadre de son programme d'évaluation du secteur financier. Dans le cadre de cet examen, le FMI a conclu que le principe 28 de l'OICV, « Regulation should ensure that hedge funds and/or hedge funds managers/advisers are subject to appropriate oversight », est totalement implanté au Canada[250]. Les changements apportés à ce marché ont donc permis d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information et mieux protéger les investisseurs. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule, sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.8 Les intermédiaires non bancaires

5.8.1 Description

De façon générale, les intermédiaires non bancaires (INB) sont des institutions ou des mécanismes qui mobilisent l'épargne et facilitent le financement de diverses entités, sans toutefois accepter de dépôts du public et qui ne sont pas supervisés par un organisme de réglementation bancaire. Les sociétés de capital de risque, celles qui opèrent dans le

[248] Au Canada, les fonds synthétiques sont peu présents et la valeur du nominal de référence approche celle l'actif sous gestion.

[249] Conseil de stabilité financière et OICV (2015). *Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions (NBNI G-SIFIs)*. Document de consultation, Financial Stability Board (FSB) and the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 4 mars. disponible à: http://www.fsb.org/2015/03/assessment-methodologies-for-identifying-non-bank-non-insurer-global-systemically-important-financial-institutions/.

[250] Fonds Monétaire International (2014a). *Canada Financial Sector Assessment Program*. Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Country Report No. 14/73 disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1473.pdf.

secteur du leasing, du factoring et surtout les investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les fonds communs de placement, ainsi que les compagnies d'assurance et les banques d'investissement sont les composantes principales de ce secteur. Les INB ont une place importante dans le système financier en complétant les services des banques, avec lesquelles elles sont souvent en concurrence. Aux États-Unis, les INB occupent une place très importante, en raison notamment du développement du marché hypothécaire non bancaire et des banques d'investissement qui se financent sur les marchés comme le faisait Bear Stearns. L'importance des INB aux États-Unis découle aussi de la présence d'institutions de très grande taille telles que les entités créées par le gouvernement que sont Fannie Mae et Freddie Mac, qui se financent sur le marché à court terme alors que leur actif est composé de créances hypothécaires à plus long terme[251] ou de MF Global Inc., courtier impliqué dans le domaine des dérivés cotés ou hors-cote qui a fait faillite en 2011. Nous avons traité dans les sections qui précèdent des fonds communs et des compagnies d'assurance. Nous nous limitons ici aux INB tels que définis par la Banque du Canada.

5.8.2 Comportement durant la crise

Aux États-Unis, plusieurs INB de grande taille ont connu des difficultés importantes, liées notamment à des problèmes de manque de liquidité. L'évaluation des titres adossés aux créances est devenue très difficile, accélérant la diminution des prix des titres détenus par manque de liquidité. Parmi les INB les plus fortement touchés se trouvent Bear Stearns et AIG. La mesure et les comparaisons de la taille des INB dans les économies sont complexes, puisque les structures réglementaires diffèrent. Toutefois, les observateurs s'entendent pour considérer que les INB sont très importants aux État-Unis. Selon le vice-président de la Réserve fédérale:

> « (…) Banks in the euro area accounted for roughly 75 percent of total lending by banks and nonbanks that are part of the shadow banking system, whereas in the United

[251] Fannie Mae, la *Federal National Mortgage Association* et Freddy Mac sont des sociétés par actions créées par le gouvernement fédéral américain (*government sponsored enterprise*) pour augmenter la liquidité et la taille du marché des prêts hypothécaires. En 2008, ces deux entités non bancaires possédaient ou garantissait environ 5 200 milliards de dollars américains du marché des hypothèques, qui représentait alors environ 12 000 milliards de dollars américains.

> States, banks accounted for just under half this measure of total lending in 2013. The relatively large role played by nonbank financial institutions in the United States brings with it both economic benefits and risks to financial stability--risks that could be seen clearly during the Global Financial Crisis[252]. »

Au Canada, la crise n'a pas eu d'effets significatifs autres que ceux de la baisse des cours et de l'activité sur les quelques INB. On ne peut défendre que les INB aient joué un rôle significatif au Canada lors de la CFG.

5.8.3 Situation et importance au Canada

Les neuf principaux INB canadiens peuvent être répartis en trois groupes. Trois ne sont pas régis par le BSIF, soit la Financière Macquarie (assujettie à la surveillance prudentielle australienne), la Financière First National et la Société de gestion d'investissement IG Ltée (Investissement IG). First National se présente comme le plus important fournisseur non bancaire de prêts hypothécaires résidentiels et commerciaux au Canada. Son actif à la fin de 2015 est de l'ordre de 92 milliards de dollars. Investissement IG est un gestionnaire de fonds, filiale du Groupe Investors.

Les succursales de banques étrangères (la Deutsche Bank et Merrill Lynch Canada) sont soumises à la surveillance du BSIF mais pas aux normes de fonds propres ou de liquidités parce que leurs sociétés mères le sont dans leur pays d'origine sur une base consolidée. Le troisième groupe est formé des firmes régies par le BSIF et assujetties aux normes de fonds propres et de liquidité (à savoir MCAN, la Société de fiducie financière Equity, la Compagnie Home Trust et la Compagnie de Fiducie Peoples)[253].

Selon le CSF le montant émis par les INB canadiens est passé de 10 milliards de dollars, soit 7 % du total des titres adossés à des créances assurées par la SCHL à 55 milliards de

---

[252] Vice Chairman Stanley Fischer : *The Importance of the Nonbank Financial Sector*, At the "Debt and Financial Stability--Regulatory Challenges" conference, the Bundesbank, Frankfurt, Germany March 27, 2015, consulté le 6 janvier 2016 à http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/fischer20150327a.htm

[253] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013c). *Monitoring and Assessing Risks in Canada's Shadow Banking Sector*. Bank of Canada Financial System Review (June): 55-63. (p.63); ces auteurs mentionnent également MCAP parmi les entités non supervisées par le BSIF. MCAP qui est devenue MCAN, est désormais supervisée par le BSIF.

dollars, soit 15 % de ce même total à la fin de 2012[254]. Toutefois, toujours selon le rapport du CSF, seulement 40 % des montants des TAA émis par cette catégorie d'intermédiaires l'ont été par des entités non réglementées par le BSIF. Ce pourcentage a certainement diminué fortement, puisque l'un des INB qui ne l'était pas est désormais supervisé par le BSIF. Soulignons que ces entités sont impliquées dans la titrisation des hypothèques assurées par la SCHL, qui présentent un niveau de risque très faible, selon les observations de la Banque du Canada. La proportion de la titrisation hypothécaire effectuée par des INB non supervisés est donc très faible. Dans ce domaine encore, la situation canadienne n'a strictement rien à voir avec celle des États-Unis, où le total des TAH émis et garantis par les seuls Fannie Mae et Freddie Mac a atteint 3 400 milliards de dollars US avant la CFG[255] et où ces deux INB géraient alors 43 % du marché des prêts hypothécaires.

5.8.4 Encadrement et réglementation au Canada

Il n'existe que trois INB qui ne sont pas sous l'autorité du BSIF. Investissement IG est une société inscrite dans les catégories de gestionnaire de portefeuille et de gestionnaire de fonds d'investissement en vertu de la législation sur les valeurs mobilières[256]. La Compagnie de fiducie du Groupe Investors Ltée (Fiducie IG) est une société de fiducie et de prêt incorporée en vertu de la Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt (Canada) et est assujettie à la juridiction du BSIF. Cet INB est donc assujetti aux réglementations provinciales. La Financière Macquarie est assujettie à la réglementation prudentielle d'un autre pays. First National est soumise à la supervision provinciale en matière de prêt et de courtage en hypothèque, et notamment soumise à la supervision de la Commission des services financiers en Ontario. Elle est un prêteur agréé avec plein pouvoir en vertu de la

[254] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/.(p.28); le Conseil incluait alors MCAP qui opère également dans le secteur des prêts hypothécaires, avec un actif de l'ordre de 52 milliards de dollars. Devenue MCAN, cette institution est désormais régie par le BSIF.

[255] W Scott Frame, Andreas Fuster, Joseph S Tracy and James I Vickery (2015). *The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac*. FRB of New York Staff Report no 719 disponible à: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr719.pdf.

[256] Au Manitoba, Investissement IG exerce également des activités de courtier d'hypothèques.

Loi nationale sur le logement et peut, à ce titre, demander une assurance prêt hypothécaire de la SCHL ou à l'un ou l'autre des assureurs hypothécaires privés. Au Canada, les rares INB sont donc régis par le BSIF, une autorité non canadienne dans un cas ou les autorités provinciales dans deux cas.

5.8.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC défend que :

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Au Canada, les INB sont pratiquement tous, dans une certaine mesure, sous la supervision du BSIF. Il existe quelques entités représentant une part infime du marché financier canadien qui ne le sont pas; elles sont supervisées par un organisme prudentiel étranger ou par les autorités provinciales. Il est par ailleurs impossible de leur attribuer une dimension systémique : leur faible taille fait que les évènements qui s'y déroulent ne peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne. La situation canadienne n'a rien en commun avec celle qui prévaut aux États-Unis où des INB tels que AIG, Fanny Mae ou Freddy Mac représentent des montants colossaux, même par rapport à la taille du marché financier américain. Ces entités ont d'ailleurs été déclarées d'importance systémique. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

5.9 Les dérivés hors cote

5.9.1 Description

Les instruments ou produits dérivés sont des contrats dont le cours, la valeur ou les obligations de livraison ou de paiement sont fonction d'un élément sous-jacent. La valeur des produits dérivés peut être beaucoup plus volatile que celle des produits sous-jacents.

Par ailleurs, en l'absence de mécanisme de marché, il n'existe pas de garantie que la contrepartie au contrat honorera ses engagements. Il existe donc un risque de contrepartie[257]. Cette situation introduit une différence importante entre le risque des produits dérivés transigés sur un marché organisé où le risque de contrepartie est géré et ceux qui ne le sont pas, les dérivés hors cote. Sur les marchés organisés, les produits dérivés, qu'il s'agisse de contrats à terme ou d'options, sont totalement standardisés. Ce n'est pas toujours le cas des contrats échangés en dehors de ces marchés, même s'il existe des normes[258].

Il existe des produits dérivés sur un très grand nombre d'actifs ou indices sous-jacents : taux d'intérêt, taux de change, valeur mobilière, matière première, indice boursier. Le marché des dérivés hors cote est essentiellement un marché de contrats sur les taux d'intérêt (78,6 % du montant nominal mondial) et de contrats de taux de change (13,5 % du montant nominal mondial). Les dérivés portant sur des actions ne constituent que 1,1 % du total mondial en 2015, selon les données de la BRI.

Les produits dérivés sont avant tout un instrument de gestion des risques. Par exemple, un gestionnaire qui anticipe une baisse de la valeur des actions peut se prémunir contre ce risque en utilisant certains produits dérivés. Les produits dérivés peuvent également être un instrument de spéculation qui permet de réaliser des gains ou des pertes importants à partir d'un investissement limité. Nous nous intéressons ici aux dérivés hors cote, dont l'importance systémique a été régulièrement évoquée depuis la CFG.

Le marché des dérivés hors cote concerne presque uniquement les investisseurs institutionnels et porte sur des montants importants. Selon la BRI, le montant nominal (*notional amount*), c'est-à-dire la valeur des sous-jacents sur lesquels portent les divers contrats était de 630 000 milliards de dollars US dans le monde à la fin de 2014 et de

---

[257] *Loi sur les instruments dérivés*, RLRQ c. I-14.01

[258] Les contrats sont négociés de gré à gré et les clauses peuvent différer, même si la majorité des accords de contrats d'échange sont le plus souvent exécutés conformément à la Convention cadre de 1992 de l'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ou à la Convention cadre de 2002 de l'ISDA, ce qui comprend une annexe des conventions cadres et l'annexe sur le soutien du crédit. C'est notamment le cas du gouvernement fédéral canadien. Voir la *Politique de gestion des swaps du gouvernement du Canada* Janvier 2008, disponible à http://fin.gc.ca/efa-cfc/SwapMgmt08_f.pdf

553 000 milliards de dollars US en 2015. Le montant des contrats émis s'établissait à 21 000 milliards de dollars US et de 15 500 milliards de dollars US aux mêmes dates[259]. La diminution des montants nominaux et des contrats illustre la sensibilité de ce secteur aux conditions économiques.

5.9.2 Comportement durant la crise

Les dérivés hors cote ont été rapidement désignés comme l'un des éléments importants de la CFG. Comme le souligne le site de la Réserve fédérale de New-York[260] :

> « The financial crisis of 2008 exposed significant weaknesses in the over-the-counter (OTC) derivatives market, including the build-up of large counterparty exposures between market participants which were not appropriately risk-managed; limited transparency concerning levels of activity in the market and overall size of counterparty credit exposures; and remaining operational weaknesses which demonstrated the need for further standardization and automation. […]
>
> In 2009, the G20 Leaders agreed to reforms in the OTC derivatives market to achieve central clearing and, where appropriate, exchange or electronic trading of standardized OTC derivatives; reporting of all transactions to trade repositories; and higher capital as well as margin requirements for non-centrally cleared transactions. »

Comme le souligne également la Réserve fédérale de New-York, un marché hors cote résilient et fonctionnel des dérivés est une composante très importante d'un marché financier. Pour autant, les dérivés hors cote ne sont pas crédités d'un rôle majeur direct durant la crise. Les contrats d'échange sur défaillance (*credit default swap*), qui font partie de ce segment de marché, ont parfois été accusés d'avoir contribué à la bulle du crédit qui a précédé la crise[261]. En effet, ils ont été émis sur les produits de titrisation,

---

[259] Banques des règlements internationaux : OTC derivatives statistics at end-December 2014, consulté le 8 janvier 2016 à http://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf

[260] Federal Reserve Bank of New-York, consulté 27 janvier 2016 à: https://www.newyorkfed.org/financial-services-and-infrastructure/financial-market-infrastructure-and-reform/over-the-counter-derivatives/index.html

[261] Un contrat d'échange sur défaillance est une forme de contrat d'assurance sur la faillite d'une entreprise, l'entité de référence du contrat. Toutefois, à la différence d'une assurance, les investisseurs dans ce type de contrat ne détiennent pas l'entité de référence et parient donc sur l'occurrence ou non de cette défaillance. Dans tous les cas, de tels contrats permettent le transfert

alors que l'évaluation de ces produits et de leur risque est fort difficile et des dérivés de crédits ont également été inclus dans les produits structurés, rendant leur analyse pratiquement inextricable. Toutefois, la taille de ce marché des contrats d'échange était relativement limitée. Elle a culminé à 57 milliards de dollars en 2008. Comme le souligne René Stulz : « In many ways, CDS [credit default swap] market worked remarkably well during the credit crisis[262]. » On peut dès lors se demander pourquoi les dérivés hors cote, et notamment les contrats d'échange sur défaillance, ont acquis une si mauvaise réputation durant la crise et ont attiré de cette façon l'attention des membres du G20.

La réponse est double. Premièrement, la crise a montré que les dérivés hors cote ont permis aux banques et à certaines grandes institutions financières (telles qu'AIG) de prendre des positions extrêmement risquées. En second lieu, la mauvaise gestion du risque de contrepartie a facilité le phénomène de contagion et a accru les difficultés de contrôle des grandes institutions par les organismes de réglementation. Il est important de clarifier ces deux éléments, puisqu'ils expliquent les préoccupations des organismes internationaux et les réponses réglementaires apportées.

L'utilisation des dérivés hors cote a permis aux banques de gérer leur risque et de dissimuler une partie de ce risque en l'excluant du bilan et en le cachant, de ce fait, aux organismes de supervision macroprudentiels. Le problème a été aggravé par le manque d'ajustement de la réglementation bancaire pour tenir compte des développements nombreux et rapides des instruments dérivés[263]. Par exemple, faute d'un système central de compensation, il était extrêmement difficile aux organismes de réglementation de mesurer exactement les risques acquis ou transférés, ou encore l'exposition réelle des banques au risque des dérivés hors cote. Comme le souligne Duffie[264] :

---

de risque.

[262] René M Stulz (2010). *Credit Default Swaps and the Credit Crisis*. The Journal of Economic Perspectives 24 (1): 73-92.

[263] Viral V Acharya, Or Shachar, Marti Subrahmanyam, Thomas F Cooley, Matthew Richardson and Ingo Walter (2010a). *Regulating OTC derivatives*. Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance. V. Acharya T. Cooley M. Richardson I. Walter eds. New-York, John Wiley & Sons,**:** 367-425.

[264] Darrell Duffie (2012). *Dark Markets: Asset Pricing and Information Transmission in Over-the-counter Markets*, Princeton University Press.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

> « Rather than being traded through a centralized institution such as a stock exchange, OTC trades are negotiated privately between market participants who may be unaware of prices that are currently available elsewhere in the market. In these relatively opaque markets, investors can be in the dark about the most attractive available terms and who might be offering them. This opaqueness exacerbated the financial crisis, as regulators and market participants were unable to quickly assess the risks and pricing of these instruments. »

Soulignons toutefois que, jusqu'à la CFG, il ne semble pas y avoir eu de prise de conscience de ces problèmes de la part des organismes de réglementation bancaire.

L'exposition au risque dépend notamment du risque de contrepartie déjà évoqué. Pour limiter ce risque, l'émetteur d'un contrat de dérivé doit généralement détenir et conserver une marge et des garanties (*collateral*). Ces garanties peuvent être en liquide, mais, autant sur les marchés des pensions que pour les dérivés, un montant croissant de garanties ont été apportées sous la forme de ce que Gorton nomme « *informationally-sensitive debt* »[265]. Il s'agit de produits, tels que les TAA, dont la valeur peut être fortement influencée par l'information qui circule sur le marché. Lorsque les garanties prenaient la forme de TAA il devenait difficile de vérifier leur qualité. Même si les acteurs du marché accordent une grande importance aux garanties, l'opacité du marché et l'absence de système centralisé de contrepartie ne facilitent pas l'évaluation[266]. Ni les participants ni les organismes de réglementation n'avaient une idée précise du niveau de risque de contrepartie et du niveau de proximité entre les marchés.

Enfin, le lien entre les divers marchés, qui facilite la contagion, découle de l'utilisation de garanties: si elles se font sous la forme de TAA, les problèmes des hypothèques et de la titrisation vont se lier à ceux du marché des dérivés hors cote. À la suite de la crise, il est

---

[265] Gary B Gorton (2009). *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*. Federal Reserve Bank of Atlanta's 2009 Financial Markets Conference: Financial Innovation and Crisis, 11-13 mai disponible à: http://ssrn.com/abstract=1401882.

[266] Les changements réglementaires postérieurs à la crise ont d'ailleurs imposé que les dérivés qui ne sont pas compensés via un système central soient très bien garantis, avec des marges initiales et des obligations de variations de marges des deux côtés de la transaction. Voir : John Hull and Alan White (2014). *Collateral and Credit Issues in Derivatives Pricing*. The Journal of Credit Risk 10 (3): 3-28.

devenu évident que la normalisation complète des contrats et la présence de mécanismes centraux de contrepartie s'imposaient. La déclaration publiée par les dirigeants du G20 à la suite du Sommet de Pittsburgh comprenait le passage suivant :

> « Tous les contrats dérivés normalisés de l'OTC devraient, d'ici la fin de 2012 au plus tard, se transiger sur des plateformes boursières ou commerciales électroniques, au besoin, et être approuvés par les contreparties centrales. Ces contrats devraient être signalés aux dépositaires commerciaux. Ceux qui ne sont pas approuvés par les contreparties centrales devraient être assujettis à des exigences plus élevées en matière de capital[267]. »

Des progrès importants ont été faits dans le monde entier en ce domaine. Selon l'ISDA:

> « The percentage of cleared interest rate swaps, for example, has doubled in the past four years and over half that market is now cleared. This transformation is slated to continue given the pace and momentum of regulatory reform until upwards of 70 percent of global OTC derivatives activity is cleared[268]. »

5.9.3 Importance au Canada

Au premier semestre 2015, selon les données de la BRI, le montant nominal mondial des contrats en dollars canadiens était de 14 115 milliards de dollars US et la valeur des contrats de 339 milliards de dollars US[269]. Cette estimation ne tient pas compte des contrats sur actions, pour lesquels les statistiques canadiennes ne sont pas disponibles, mais qui représentent environ 1 % de l'ensemble des contrats. Le marché canadien des dérivés hors cote est donc de petite taille à l'échelle mondiale: le montant nominal des contrats en dollars canadiens représentait 2,55 % du total mondial en 2015. Par ailleurs,

---

[267] Déclaration des dirigeants du G20 au Sommet de Pittsburgh, septembre 2009. Consultée le 8 janvier 2016 à http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html

[268] ISDA : *Non-Cleared OTC Derivatives: Their Importance to the Global Economy*, consulté le 27 janvier 2016 à https://www2.isda.org/attachment/NTM2OA==/Non-Cleared %20OTC %20Derivatives %20Paper.pdf

[269] Banques des règlements internationaux : OTC derivatives statistics at end-December 2014, consulté le 8 janvier 2016 à http://www.bis.org/statistics/d5_1.pdf. Il s'agit des montants relevés dans le monde entier, dont la valeur est établie en dollars canadiens et pas seulement des contrats émis au Canada.

comme le souligne le Comité des ACVM sur ce sujet, les institutions impliquées dans ce marché n'étaient pas très actives dans le segment des contrats d'échange sur défaut de crédit, considéré comme le plus risqué[270]. L'emploi des dérivés hors cote est très largement dominé par les principales banques canadiennes. Ces activités sont donc, en principe, supervisées par le BSIF dans le cadre de ses responsabilités prudentielles. Selon le BSIF: « The Canadian derivatives market is dominated by FRFIs (Federally Regulated Financial Institutions) including the five largest banks for which derivatives activities represent a core business overseen by OSFI as part of its prudential mandate[271]. » Le marché des dérivés hors cote canadien est d'ailleurs considéré comme un modèle par le Centre for International Governance Innovation:

> « The strengths of the Canadian OTC derivatives market lies in its concentrated structure and effective monitoring. Regardless of the fact that most contracts with a Canadian counterpart are traded in the US market, the Bank of Canada actively monitors them. Over 70 percent of OTC contracts are traded by the big six Canadian banks, and the high concentration further simplifies the monitoring process. The Government of Canada does not engage in OTC products to hedge its debt, and local authorities are persuaded not to do so. However, if they were to engage in such actions, based on the accounting rules, complete information would be required in terms of risks, counterparts, hedging strategy and liquidity. Among G20 countries, Canada's regulatory approach toward financial and non-financial operators and OTC derivatives trading has proven successful in effectively limiting moral hazard and reducing the side effects of the global financial crisis[272]. »

---

[270] ACVM/CSA (2010). *Consultation Paper 91-401 on Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada*. Canadian Securities Administrators Derivatives Committee disponible à: http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-en.pdf.

[271] Voir BSIF/OFSI : *Derivative sound principles,* consulté le 27 janvier 2016 *à* http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/b7.pdf

[272] Chiara Oldani (2015). *The Risk of OTC Derivatives: Canadian Lessons for Europe and the G20*. Centre for International Governance Innovation Papers No. 57 disponible à: https://www.cigionline.org/publications/risk-of-otc-derivatives-canadian-lessons-europe-and-g20.

Malgré la bonne tenue des dérivés hors cote durant la crise, plusieurs groupes de travail se sont penchés, au Canada, sur les modifications réglementaires requises en ce domaine. Le Comité des ACVM sur les dérivés a soumis un document de consultation en 2010, qui proposait un cadre de réglementation de ce marché. Le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré au Canada (*Canadian OTC Derivatives Working Group* ou OTCD WG) formé en décembre 2009 constitue un bel exemple de collaboration fédérale-provinciale en matière de réglementation financière et de gestion du risque systémique. Présidé par la Banque du Canada, il était composé de représentants de la Banque du Canada, du BSIF, du Ministère des finances du Canada, des autorités en matière de valeurs mobilières de l'Alberta, de l'Ontario et du Québec.

5.9.4 Encadrement et réglementation au Canada

Le rapport de l'OTCD WG établissait des recommandations pour implanter au Canada les recommandations issues des organismes internationaux en la matière dont le G20 principalement. Celles-ci couvraient les cinq dimensions de la révision de la réglementation en ce domaine, soit les normes et incitations, la standardisation des contrats, le système central de contrepartie et la gestion du risque, les contreparties centrales, les contreparties financières et les référentiels centraux et la plateforme de négociation[273].

L'évolution et le détail de la réglementation sont présentés ailleurs[274]. Nous ne les reprendrons donc pas ici. Nous avons décrit plus haut l'élément clé de l'évolution des infrastructures qu'est la création d'un système central de contrepartie[275], supervisé par les régulateurs provinciaux et la Banque du Canada s'ils sont d'importance systémique[276]. L'évolution de la réglementation et des infrastructures canadiennes face aux

[273] Canadian OTC Derivatives Working Group (2012). *Reform of Over-the-Counter (OTC) Derivatives Markets in Canada*. Discussion Paper Prepared by the OTC Derivatives Working Group, 26 October disponible à: http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/reform.pdf.
[274] Spink, *supra,* note 88, voir *Section 3 Regulation of OTC Derivatives Markets*.
[275] L'importance d'un large accès au système de contrepartie centrale est exposé par Nikil Chande, Nicholas Labelle and Eric Tuer (2010). *Les contreparties centrales et le risque systémique*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 49-57.
[276] Voir la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (LC 1996 c.6)

recommandations des instances internationales ont été vérifiées par le CSF, en juin 2015, sur cinq dimensions. Le CSF observe que sur chacun des points, le travail est complété ou en voie de l'être. En particulier, l'obligation de déclaration des opérations (*trade reporting*) aux régulateurs provinciaux est en vigueur[277]. L'obligation de compensation n'est pas encore en vigueur, mais le rapport du CSF prévoit son implantation en 2016[278]. La mise au point du système réglementaire canadien en ce domaine est bien avancée.

Les agences fédérales telles que le BSIF interviennent via la supervision prudentielle des banques, qui sont les acteurs presque exclusifs de ce marché. La Banque du Canada intervient également en raison de la supervision des systèmes à dimension systémique que sont le CDCS, la CLS Bank, qui prend en charge à l'échelle mondiale le règlement d'opérations de change dans de nombreuses monnaies et du service SwapClear, contrepartie centrale mondiale pour la compensation des contrats d'échange de taux d'intérêt et d'autres dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré.

Les autorités en valeurs mobilières jouent également un rôle important dans ce segment du marché financier. La CDCC est reconnue à titre de chambre de compensation en vertu de l'article 12 de la Loi sur les instruments dérivés (Québec) par l'AMF et à titre d'agence de compensation reconnue par la CVMO en vertu de l'article 21.2 de la Loi sur les valeurs mobilières (Ontario). L'AMF a également reconnu LCH et dispensé Chicago Mercantile Exchange Inc. qui sont d'importantes chambres étrangères de dérivés hors cote[279].

---

[277] Conseil de stabilité financière (2015b). *Ninth Progress Report on Implementation of OTC Derivatives Market Reforms*. Financial Stability Board, 24 juillet disponible à: http://www.fsb.org/2015/07/ninth-progress-report-on-implementation-of-otc-derivatives-market-reforms/., tableau 2, p.5.

[278] Conseil de stabilité financière (2015b). *Ninth Progress Report on Implementation of OTC Derivatives Market Reforms*. Financial Stability Board, 24 juillet disponible à: http://www.fsb.org/2015/07/ninth-progress-report-on-implementation-of-otc-derivatives-market-reforms/., tableau 5 p.9.

[279] L'AMF administre par ailleurs le Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés (chapitre I-14.01, r. 0.1) (31 décembre 2013), le Règlement sur les instruments dérivés (chapitre I-14.01, r. 1) (1er mars 2014) et le Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés (chapitre I-14.01, r. 1.1) (31 octobre 2014). Les autres autorités administrent leurs propres règlements qui sont toutefois hautement harmonisés avec ceux du Québec.)

Le marché des dérivés de gré à gré non compensés centralement devrait se contracter au fil de la mise en application de la réforme. Ce marché représente un facteur de risque plus élevé, car il échappe aux mécanismes mis en place pour gérer le risque sur ce marché. L'encours notionnel baisserait de quelque 65 %, « en raison des exigences supérieures en matière de fonds propres et de marges, qui inciteront les opérateurs à utiliser les contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés[280] ».

5.9.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC défend que

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète […] qu'il est souhaitable de coordonner les mesures de réglementation fédérales et provinciales des marchés des capitaux. »

La réglementation et les infrastructures recommandées par les instances internationales en matière de dérivés hors cote ont été implantées au Canada ou sont en voie de l'être. Le processus de rédaction, au niveau des ACVM, des règlements sur la compensation obligatoire, l'échange de marges, et l'utilisation des plateformes de négociation est en cours. Le contrôle des risques de ce secteur fait intervenir à la fois le gouvernement fédéral par le biais des agences fédérales dont le BSIF et la Banque du Canada et les autorités en matière de valeurs mobilières. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

[280] Nikil Chande, Stéphane Lavoie and Thomas Thorn (2013). *Exigences de marges pour les produits dérivés de gré à gré ne faisant pas l'objet d'une compensation centrale*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 53-60.

5.10 Les agences de notation

5.10.1 Description

Les agences de notations sont des organismes qui analysent des titres et leur attribuent une note censée refléter leur niveau de risque, plus précisément leur risque de défaut. Les agences ont joué un rôle important dans le développement des produits de financement structurés. Comme l'analyse de ces produits demande des efforts considérables, les investisseurs s'en remettent aux agences pour vérifier le niveau de risque des produits structurés.

Le marché des agences est très concentré. Trois agences se partagent 90 % du marché américain, soit Standard & Poor's (S&P), Fitch et Moody's. Au Canada, Dominion Bond Rating Services (DBRS Limited) domine largement le marché. La seconde agence indépendante de notation canadienne, Canadian Bond Rating Services (CBRS), a été acquise par Standard & Poor's en 2000.

Les agences ont acquis un pouvoir très important, principalement en raison de dispositions réglementaires connexes. Aux États-Unis, dès les années 30, les autorités ont limité l'accès aux marchés obligataires aux seules entreprises dont la notation était au moins BBB et ont utilisé les notations comme principale source d'information relative au risque. La SEC a créé le statut de *Nationally recognized statistical rating organization* (NRSRO) afin d'assurer une certaine qualité aux notations. Les seules notations acceptées aux fins réglementaires proviennent des NRSRO, dont le nombre s'est réduit à 3 en 2003. Il en existe 10 en 2015. Les agences disposent donc d'un pouvoir très significatif sur les émetteurs mais aussi sur les investisseurs, pouvoir accru par les caractéristiques de ce marché et par le modèle d'affaire utilisé par les agences.

Le marché est peu compétitif, et le concept de NRSRO a accru le problème aux États-Unis en raison des critères d'obtention de ce statut, qui incorporaient la nécessité d'être une agence importante et reconnue. Ces conditions ne pouvaient être atteintes sans

détenir le statut NRSRO. Comme le souligne Rousseau[281], la faible concurrence qui prévaut aux États-Unis a des effets directs au Canada où sont actives les agences américaines. En second lieu, les revenus des agences proviennent très majoritairement des montants facturés aux émetteurs qu'ils évaluent. Cette situation place les agences en situation de conflit d'intérêt. Les notations très favorables accordées aux produits structurés avant la CFG indiquent que la perte éventuelle de réputation ne semble pas suffire à contrebalancer l'avantage que revêt l'octroi de notations optimistes. Par ailleurs, les agences offrent des services de consultation connexes qui peuvent conduire à exacerber les conflits d'intérêt inhérents à une situation où les émetteurs payent les services d'évaluation du risque. Enfin, comme le souligne encore Rousseau, les agences sont peu réglementées et leur processus de notation est obscur et complexe.

5.10.2 Comportement durant la crise

Aux États-Unis, les agences sont créditées d'un rôle très important lors de la CFG, en raison principalement de leur notation favorable des produits structurés. Le caractère très optimiste des notations accordées avant la CFG est évident lorsqu'on examine les révisions des notations AAA accordées aux produits structurés émis avant la crise. À la fin de 2009, plus de 50 % de ces émissions avaient une notation révisée inférieure à B-, et 10 % seulement des émissions avaient conservé leur notation initiale[282].

Au Canada, la crise du papier commercial a conduit également à la mise en cause de l'agence DBRS Limited. Standard & Poor's a refusé de procéder à la notation du papier commercial non bancaire canadien, invoquant le fait que les facilités de liquidité (*the Canadian liquidity agreement*) associées à ces produits n'étaient pas suffisamment bien définies et étaient tellement restrictives qu'elles pourraient très bien ne pas être octroyées[283]. L'agence canadienne DBRS Limited a continué à octroyer au PCAA non

[281] Stéphane Rousseau (2005). *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*. McGill Law Journal 51: 617-664.
[282] Edward I Altman, T Sabri Oncu, AS Richardson and L White (2010). *Regulation of Rating Agencies*. Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance V. Acharya T. Cooley M. Richardson I. Walter eds. Hoboken, NJ. John Wiley & Sons Inc, **:** 443-467.(p. 445)
[283] IIROC (2008). *Regulatory Study, Review and Recommendations Concerning the Manufacture*

bancaire sa cote la plus élevée. La crise du papier commercial au Canada peut donc être en partie imputable à la confiance qu'avaient les investisseurs dans la notation favorable de DBRS Limited. Toutefois, comme nous l'avons indiqué dans la section dédiée au papier commercial canadien, les billets de trésorerie qui ont résulté de l'entente de restructuration connue comme l'Entente de Montréal ont retrouvé dès 2013 une valeur très proche de la valeur initiale du papier commercial. Ceci indique que le risque de défaut associé au PCAA, risque qu'évaluent effectivement les agences de notation, était effectivement très faible. Le risque de manque de liquidité n'avait pas été correctement évalué, mais ce n'est généralement pas ce que prétendent évaluer la plupart des agences.

Les organisations internationales, et notamment l'OICV se sont penchées sur les problèmes posés par les agences de notation. L'OICV avait publié un Code de conduite des agences de notation en 2004, afin de définir les principes relatifs aux activités des agences de notation et de renforcer la protection des investisseurs, l'intégrité du processus d'évaluation, l'équité, l'efficacité et la transparence du marché et sauvegarder la confidentialité des informations importantes transmises par les émetteurs. Ce code « a été révisé en 2008, après le déclenchement de la crise financière afin d'améliorer les procédures et le rythme des notations. En février 2014, l'OICV a initié une consultation destinée à renforcer ces dispositions, en introduisant différentes modifications destinées notamment à renforcer les dispositions concernant la protection de l'intégrité du processus de notation, la gestion des conflits d'intérêt, la garantie de transparence et la sauvegarde des informations non publiques; renforcer le code de conduite des agences de notation en ajoutant des dispositions concernant la gouvernance, la formation et la gestion du risque ; améliorer la clarté du Code. »

---

and Distribution by IIROC Member Firms of Third-Party Asset-Backed Commercial Paper in Canada. Report by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada disponible à: http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=3CAB660DB44E41C2875DD3DBD27FADEA&Language=en

L'OICV a divulgué, en mars 2015, la version finale du Code de conduite applicable aux agences de notation qui réunit un certain nombre de modifications et de mises à jour du Code de conduite antérieur[284].

5.10.3 Situation au Canada

Quatre agences de notation sont désignées au Canada, incluant les trois grandes agences américaines et DBRS Limited, qui domine le marché de la notation du PCAA, celui des actions privilégiées, des émissions provinciales et corporatives canadiennes

Au Canada, les agences de notation ont acquis un pouvoir important, pour des raisons semblables à celles qui prévalent aux États-Unis. Les organismes de réglementation se basent sur les notations pour distinguer les titres de qualité supérieure (*investment-grade*) des titres spéculatifs. Cette distinction est utilisée dans la gestion prudentielle des banques, du courtage et pour définir les titres dans lesquels certains investisseurs institutionnels peuvent investir sans autorisation préalable. La liste des actifs acceptés en garantie des prêts octroyés aux participants directs au Système de transfert de paiements de grande valeur et au Système automatisé de compensation et de règlement fait également référence aux notation de DBRS Limited pour les titres qui ne sont pas émis par les gouvernements. Dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, les émetteurs de titres de qualité supérieure bénéficient de dispenses particulières.

5.10.4 Encadrement et réglementation au Canada

L'encadrement des agences de notation est une opération difficile, en raison de la nature de leurs opérations et de la structure oligopolistique de ce marché. Le faible nombre d'agences fait que la concurrence peut difficilement discipliner les acteurs de ce marché. Selon Rousseau :

> « "[D]espite the fact that rating agencies have become increasingly influential in global capital markets, it is very hard to hold them accountable for their actions.' This is because the exit and voice options that are available to market participants to hold rating agencies accountable work imperfectly (...) As for exit, it is difficult for issuers

[284] OICV (2015b). *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Final Report, mars disponible à: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf.

> and investors to do away with CRAs given the current regulatory use of ratings. As for voice, the only real existing mechanism appears to be reputation (...) In other words, there appears to be an accountability gap, which constitutes an imbalance between CRAs' power and the possibility to hold them responsible[285]. »

Dans ce contexte, Rousseau juge appropriée l'approche proposée par OICV et propose de mettre en œuvre au Canada la proposition de l'OICV par une stratégie fondée sur la divulgation.

> [traduction] « Cette stratégie permet d'accroître l'imputabilité des ANC (« agences de notation canadiennes ») non seulement en renforçant les sanctions réputationnelles, mais aussi en ajoutant une supervision réglementaire pouvant les rendre responsables pour leurs conduites opportunistes ».

Entré en vigueur le 20 avril 2012, le Règlement 25‑101 sur les agences de notation désignées (le Règlement 25-101) instaure un régime réglementaire de surveillance des agences de notation. La principale obligation prévue par le Règlement 25-101 consiste, pour l'agence de notation désignée, à établir, maintenir et faire respecter un code de conduite calqué sur le Code de conduite applicable aux agences de notation. Les principales dimensions de ce code de conduite sont relatives aux conflits d'intérêt et à leur gestion éventuelle, à l'information relative au contenu des notes et à l'historique de notation, aux ressources en personnel et aux informations utilisées pour prendre les décisions. En plus d'exiger la conformité à un code de conduite, ou des explications relatives à tout écart à un tel code de conduite, le Règlement 25-101 impose que les agences de notation désignées se dotent de politiques et de procédures raisonnablement conçues pour relever et gérer tout conflit d'intérêts, et qu'elles ne publient pas ni ne maintiennent de note lorsque certains conflits d'intérêts se produisent. Elles doivent charger un responsable de la conformité de surveiller et d'évaluer la conformité de l'agence de notation désignée à son code de conduite et au régime réglementaire proposé. Ce régime est cohérent avec l'encadrement international des agences de notation et

[285] Stephane Rousseau (2005). *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*. McGill Law Journal 51: 617-664. p. 643

semblable à ce qui a été adopté dans les autres juridictions. Un élément central de l'encadrement des agences de notation est la divulgation de leurs décisions. Au Canada, le Règlement 25-101 prévoit que:

1. L'agence de notation désignée diffuse rapidement ses décisions de notation des entités et des titres.
2. L'agence de notation désignée publie ses politiques de diffusion des notations, des rapports de notation et des mises à jour.
3. Sauf en ce qui concerne les notations qui ne sont communiquées qu'à l'entité notée, l'agence de notation désignée publie de façon non sélective et sans frais toutes les décisions de notation des entités notées qui sont des émetteurs assujettis ou de leurs titres ainsi que toute décision ultérieure de suspendre la notation, si la décision repose en tout ou partie sur de l'information non publique importante[286].

En matière de divulgation, les dispositions mises en place par les Autorités canadiennes sont donc plus exigeantes que ne le sont celles mises en place aux États-Unis et dans l'Union Européenne telles que décrites par Cinquegrana[287] .

Les ACVM ont désigné DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Canada Inc. et Standard & Poor's Rating Services (Canada) à titre d'agences de notation désignées en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières applicable, comme le prévoit le Règlement 25‑101. Cette désignation permet aux agences de servir de référence à des fins réglementaires.

Par ailleurs, les quatre agences de notation désignées au Canada doivent se conformer aux lois fédérales américaines sur les valeurs mobilières qui s'appliquent aux NRSRO, parce qu'elles opèrent aux États-Unis[288]. Les obligations prévues aux États-Unis,

[287] Piero Cinquegrana (2009). *The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective*. ECMI Policy Brief disponible à: http://aei.pitt.edu/11732/1/1797.pdf.
[288] DBRS Limited était désignée NRSRO par la SEC depuis 2003. La révision du *Credit Rating Agency Act* de 2006 a imposé à toutes les agences de faire une nouvelle demande, qui a été acceptée, en ce qui concerne DBRS, le 24 Septembre 2007. Voir : *DBRS Receives NRSRO under New SEC Registration Rules*, consulté le 17 janvier 2016 à http://www.dbrs.com/research/215695/dbrs-receives-nrsro-under-new-sec-registration-rules.pdf

équivalentes à celles du Règlement 25‑101, exigent l'adhésion à des règles en matière de conflits d'intérêts, de gouvernance, de conduite, de conformité et de dépôt de documents.

5.10.5 Conclusion

Le préambule de la LSMC défend que :

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Il existe une seule agence de notation d'importance au Canada et ses activités sont encadrées par la réglementation révisée des valeurs mobilières ainsi que par les autorités américaines, comme le sont les agences américaines qui opèrent au Canada. Le cadre réglementaire mis en place au Canada respecte les principes énoncés par l'OICV, et semble être plus exigeant, en matière de divulgation des notations, que les réglementations mises en place dans d'autre pays. Les changements apportés à la réglementation des agences de notation ont permis d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information et mieux protéger les investisseurs. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule, sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

6 LE CONTRÔLE DU RISQUE SYSTÉMIQUE AU CANADA

6.1 Un risque systémique bien moindre qu'aux États-Unis

L'intervention du gouvernement fédéral en matière de réglementation financière, telle que présentée dans la LSMC, nous semble reposer sur une analyse basée sur le marché américain. Or, les deux marchés ont peu en commun.

Le risque systémique, tel que mis en évidence aux États-Unis lors de la CFG, découle de l'accumulation de risques considérables dans le domaine du prêt, notamment hypothécaire puis de la transmission au reste du système par un SBP devenu démesuré. L'accumulation des risques aux États-Unis a été rendue possible par l'activité très importante et peu supervisée d'entités non bancaires, qui ont provoqué le phénomène des prêts à haut risque, les *subprimes*.

Au Canada, le secteur des prêts hypothécaires est dominé par les institutions de dépôt sous stricte supervision fédérale ou provinciale. Par l'intermédiaire de la SCHL, le gouvernement est en mesure de contrôler le niveau et l'accumulation de risque. Les intermédiaires non bancaires détiennent une part minime du marché. L'accumulation d'un « réservoir de risque », tel que le secteur des *subprimes*, est donc très peu plausible au Canada.

La transmission d'un éventuel problème ou l'émergence d'un événement systémique propres aux « courroies de transmission » que sont les entités du SBP est également peu vraisemblable. En premier lieu, l'étape clé de la transmission, à savoir la titrisation, est gérée et encadrée par la SCHL, elle-même encadrée et surveillée par les organismes fédéraux. Les principaux produits structurés présents dans ce système reposent sur des hypothèques assurées par le gouvernement canadien, et dont les institutions fédérales gèrent le niveau de risque via les conditions d'accès à l'assurance hypothécaire. En second lieu, les entités du SBP qui présentent un risque systémique reconnu par les organismes internationaux constituent une menace moins importante au Canada qu'aux États-Unis. Cette situation découle de la taille relative restreinte de ces entités, de la structure particulière du système bancaire canadien et des dispositions réglementaires.

La transmission des chocs est à la base de la définition du risque systémique retenue par les organismes internationaux dédiés à la surveillance de ce risque. Elle est fort peu plausible au Canada.

On peut comprendre qu'avec plus de 2 000 milliards de dollars US d'actifs sous gestion, l'industrie des fonds de couverture soit étroitement surveillée par les régulateurs américains. Dans une économie 10 fois plus petite, ces mêmes fonds gèrent environ 30 milliards de dollars au Canada. On conçoit que les organismes internationaux se préoccupent du risque systémique que peut éventuellement représenter la firme Blackrock qui gère 4 720 milliards de dollars US dans le monde. Les familles de fonds communs les plus importantes au Canada gèrent un peu plus de 100 milliards de dollars canadiens. Les risques potentiels sont donc fort différents dans les deux pays.

La Banque du Canada elle-même, qui assume de fait la gestion du risque systémique, semble d'ailleurs estimer que les composantes du SBP canadien représentent un risque systémique faible. Nous avons récapitulé au tableau 1 les énoncés tirés de travaux publiés par la Banque du Canada qui portent sur le risque systémique des composantes du SBP canadien. Ces citations ont été complétées par des énoncés tirés des rapports des instances internationales qui ont étudié la situation canadienne; nous avons également utilisé l'analyse du marché des dérivés hors cote effectuée par le *Centre for International Governance Innovation*, faute d'écrit canadien portant sur ce segment de marché.

Les mentions qui figurent au tableau 1 indiquent clairement que le risque systémique associé aux composantes du SBP canadien est considéré comme faible et que, globalement, la réglementation existante a été efficace pendant la crise. Cette réglementation ainsi que les infrastructures ont été considérablement renforcées depuis la crise.

Dans ce contexte, se référer au système financier américain et aux diverses lacunes qui y ont été décelées a peu de signification pour l'analyse du système canadien.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Tableau 1 : Énoncés tirés des travaux publiés par la Banque du Canada, le CSF et le FMI relatifs au risque systémique des composantes du SBP au Canada

Éléments du SBP	Énoncés tirés des publications de la Revue de la Banque du Canada, ou avis des organismes internationaux
Titrisation des hypothèques	« insured-mortgage securitization entails little shadow banking risk per se —given the explicit government backing »[289]. la part importante « des instruments assortis d'une garantie explicite de l'État (…) contribue à atténuer les menaces potentielles à la stabilité financière »[290]. »
Marché des pensions	« Les contreparties centrales (CC) réduisent le risque de contrepartie et en assurent la gestion en vue de rendre les marchés plus résilients et d'atténuer le risque systémique[291]. »
Fonds du marché monétaire	« Les fonds monétaires canadiens opèrent peu de transformation de liquidité et d'échéances et ne font habituellement pas appel à l'effet de levier (…) Ce segment est peu susceptible de revêtir une importance systémique pour le Canada vu sa petite taille (…)[292]. »
Fonds communs de placement	« Les fonds ont suffisamment de liquidités, compte tenu de la liquidité sous-jacente de leurs placements, de même qu'un bassin d'investisseurs stable, atouts qui limitent les risques liés à la transformation de la liquidité et des échéances. Comme la réglementation des valeurs mobilières freine le recours au levier financier, le ratio de levier de chaque fonds et les expositions aux produits dérivés sont restreints. Même les plus grands fonds ne jouent pas un rôle dominant au sein des marchés de titres dans lesquels ils investissent. En ce qui concerne le financement et la liquidité, il y a peu de vulnérabilités[293]. »

[289] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/.(p.29)
[290] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68.
[291] Jean-Sébastien Fontaine, Héctor Pérez Saiz and Joshua Slive (2012). *Accès, concurrence et risques sur les marchés à compensation centralisée*. Revue de la Banque du Canada automne: 14-24.
[292] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68. (p.66)
[293] Sandra Ramirez, Jesus Sierra and Jonathan Witmer (2015). *Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 55-64.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Fonds alternatifs	« comme les actifs des fonds alternatifs représentent moins de 2 % des actifs des fonds communs de placement canadiens, il est peu probable que les tensions dans ce secteur se propagent[294]. »
Fonds de couverture	« the potential for a systemic risk from the hedge fund sector is considered small[295]. »
Infrastructures de marché	« Il importe de souligner que l'amélioration notable de la limitation des risques relativement aux systèmes de compensation et de règlement d'importance systémique au Canada, tels que le STPGV, le CDSX et le système de la CLS Bank, a permis de supprimer presque entièrement le risque que la défaillance d'une institution se transmette à d'autres à la suite d'opérations effectuées dans le cadre de ces systèmes[296]. » « The FSAP concluded that CDSX was sound, efficient and reliable, and that it complied with almost all CPSS-IOSCO recommendations. It noted that the legal basis for the system's operation was solid, its functionality was well-developed, its risk-mitigation procedures were effective, and its governance structure was effective and transparent[297]. »
FNB physiques et synthétiques (seuls les FNB synthétiques peuvent générer un éventuel risque systémique)	« Jusqu'à présent, les fonds négociés en bourse ont fait la preuve de leur résilience en période de tensions sur les marchés (notamment au cours de la crise financière de 2008) (…) Le marché canadien des fonds négociés en bourse synthétiques présente un risque de contrepartie plus concentré que les marchés d'autres pays. Cependant, étant donné la taille restreinte de ce segment du marché, cette concentration de risque ne représente pas une vulnérabilité significative pour le système financier canadien[298]. »

[294] Sandra Ramirez, Jesus Sierra and Jonathan Witmer (2015). *Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 55-64. p.60

[295] Michael R. King and Philipp Maier (2007). *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*. Banque du Canada Discussion Paper/Document d'analyse 2007-9 disponible à: http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/01/dp07-9.pdf.

[296] Jim Armstrong and Gregory Caldwell (2008). *Les banques et le risque de liquidité: tendances et leçons tirées des récentes perturbations*. Banque du Canada: revue du système financier (décembre): 55-60. (p.55)

[297] Conseil de stabilité financière (2012). *Peer Review of Canada*. Review Report, 30 janvier, disponible à: http://www.fsb.org/2012/01/r_120130/.(p.31-32)

[298] Ian Foucher and Kyle Gray (2014). *Les fonds négociés en bourse: évolution des avantages, des vulnérabilités et des risques*. Banque du Canada: revue du systéme financier (décembre): 43-53.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Dérivés hors cote	« The paper concludes by discussing what lessons can be learned from Canada, after it successfully avoided the worst of the crisis and contained the systemic risks posed by OTC derivatives before and after it. (..) Canada's regulatory approach toward financial and non-financial operators and OTC derivatives trading has proven successful in effectively limiting moral hazard and reducing the side effects of the global financial crisis[299]. »
Vue d'ensemble	« The Canadian framework for the regulation and supervision of securities markets demonstrates a high level of implementation of the IOSCO Principles. The securities regulatory agencies have been given broad powers to regulate and supervise the markets. Furthermore, in a few areas such as enforcement powers, such powers could be considered leading practices. The provincial regulators have increasingly achieved a high degree of harmonization of their regulatory frameworks and significant efforts have been made at the supervisory front to coordinate, and streamline processes and procedures and to achieve convergence in supervisory practices. Robust arrangements have also been developed for the supervision of many categories of market participants, and use of enforcement powers by the largest provincial regulators has been strengthened significantly[300]. »

6.2 Des risques largement contrôlés par le gouvernement fédéral

Les crises de nature systémique, telle que la CFG, ont comme origine commune la prise de risque excessive des institutions bancaires et le transfert de ces risques à l'ensemble du marché[301]. Les composantes du SBP jouent alors un rôle de courroie de transmission et parfois d'amplificateur vers le secteur de l'économie réelle. Comme la majorité des chercheurs, nous ne partageons pas l'opinion que les risques qui menacent le système financier puissent provenir de n'importe laquelle des composantes du SBP au Canada[302].

[299] Chiara Oldani (2015). *The Risk of OTC Derivatives: Canadian Lessons for Europe and the G20*. Centre for International Governance Innovation Papers No. 57 disponible à: https://www.cigionline.org/publications/risk-of-otc-derivatives-canadian-lessons-europe-and-g20. (p.12)
[300] Fonds Monétaire International (2014a). *Canada Financial Sector Assessment Program*. Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Country Report No. 14/73 disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2014/cr1473.pdf.
[301] Franklin Allen and Douglas Gale (2007). *Systemic Risk and Regulation*. The Risks of Financial Institutions. Mark Carey and René M. Stulz ed, University of Chicago Press.
[302] Toni Gravelle, Timothy Grieder and Stéphane Lavoie (2013a). *Surveillance et évaluation des*

Par exemple, un problème limité aux seuls fonds de couverture ou au seul marché des pensions a bien peu de chance de se traduire en crise systémique au Canada, notamment en raison de la taille relative très minime de ces marchés. Le tableau 1 illustre bien l'absence de risque systémique lié à chacune des composantes du SBP canadien.

La Banque du Canada souligne que les deux premiers éléments de vulnérabilité du système financier canadien sont le niveau élevé d'endettement des ménages et les déséquilibres dans le marché du logement[303]. Ces éléments sont largement tributaires des politiques fédérales en matière de taux d'intérêt, des conditions d'assurance des prêts hypothécaires de la SCHL, et des facilités de titrisation. Nous avons souligné l'importance des prêts hypothécaires dans les diverses composantes du SBP. Comme l'a montré la crise dite des *subprimes* aux États-Unis, la qualité de ces prêts hypothécaires a une importance cruciale sur la solidité du système et sur le risque systémique. Tous ces éléments sont régis par le gouvernement fédéral qui détient donc la totalité des outils pour gérer ces deux vulnérabilités majeures du système financier canadien. Les autorités canadiennes supervisent par ailleurs les grandes banques qui représentent la quasi-totalité des activités du secteur au pays et les grandes compagnies d'assurance.

Le troisième élément de vulnérabilité mentionné par la Banque du Canada est associé aux prises de risque sur le marché. Soulignons au passage que ces prises de risque sont en partie liées aux politiques monétaires. Par exemple, le BSIF reconnait qu'» en raison du rendement anémique des placements à revenu fixe, certains assureurs-vie se tournent vers des investissements plus rentables mais plus risqués[304] ».

---

risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 59-68. (p.67); Après la crise, le CSF estimait que le risque systémique émanait du SBP en raison des problèmes de liquidité et d'endettement : Conseil de stabilité financière (2011a). *Shadow Banking: Scoping the Issues*. Background Note of the Financial Stability Board, 12 avril disponible à: http://www.fsb.org/2011/04/shadow-banking-scoping-the-issues/.(p.4); nous avons montré comment ces deux dimensions sont strictement encadrées au Canada, notamment en ce qui concerne les OPC.

[303] Banque du Canada (2015). *Revue du systéme financier, juin*.

[304] Site du Bureau du surintendant des institutions financières Canada, consulté le 3 décembre 2015 à http://www.osfi-bsif.gc.ca/eng/docs/ar-ra/1314/fra/p6-fra.html.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Les principales infrastructures de marché, en dehors des bourses, sont considérées comme d'importance systémique et sont donc directement supervisées à ce titre par le BSIF. À notre connaissance, les bourses ne sont pas mentionnées dans les principaux rapports qui traitent du risque systémique[305]. Dans le monde, aucune n'a été désignée comme entité d'importance systémique. Leur réglementation actuelle par les provinces est jugée satisfaisante et personne ne soutient qu'une réglementation fédérale s'impose ou que le système de réglementation actuel produise une lacune dans la réglementation.

Les banques supervisées par le BSIF détiennent les firmes de courtages intégrées qui sont à l'origine de l'immense majorité des activités d'émission, de transformation et d'échange des titres qui pourraient véhiculer des éléments de risque. Ici encore, les autorités fédérales sont en mesure d'intervenir. De la même façon, en raison de la consolidation imposée par les IFRS, les banques ont dû intégrer la majorité de leurs activités de titrisation qui deviennent donc sujettes à la supervision prudentielle.

La majorité des titres mis en pension sont des titres émis ou garantis par des entités publiques. Le gouvernement fédéral dispose donc de tous les outils pour assurer la gestion dite macroprudentielle du risque systémique et la Banque du Canada réalise cette mission sans avoir besoin de pouvoirs découlant d'une loi; par ailleurs, le fédéral réglemente déjà de manière microprudentielle la plupart, sinon toutes les entités qui pourraient présenter un risque systémique. L'énorme concentration du système financier canadien fait que la supervision des quelques très grands conglomérats induit un contrôle de fait sur une très large part du système financier du pays.

---

[305] L'OICV s'est penchée sur les problèmes que peuvent poser les développements technologiques, tels que les transactions à haute fréquence ou l'accès électronique direct. Le mauvais fonctionnement ou l'arrêt d'un marché peut avoir des impacts opérationnels importants sur les participants au marché, mais ils demeurent généralement limités en raison de la redondance et de l'interconnexion des systèmes ne sont pas susceptibles d'être la cause directe de pertes financières importantes pour les participants. Les risques liés au développement technologiques des bourses existent, mais ils ne sont pas considérés de nature systémique du point de vue financier. Voir : OICV (2011a). *Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency* Final Report of the Technical Committee FR 09/11, Octobre disponible à: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

6.3 Une réglementation des valeurs mobilières révisée

La troisième vulnérabilité soulignée par la Banque du Canada réside dans les prises de risques excessives dans les marchés financiers. Les autorités en matière de valeurs mobilières ont modifié de nombreux règlements, en accord avec les recommandations des instances internationales. Des progrès importants ont été effectués dans les domaines de la transparence des produits de titrisation, les risques de contrepartie, les fonds de couverture, les dérivés hors cote et l'encadrement des agences de notation.

Le survol que nous présentons aux sections précédentes indique que les lacunes qui ont été identifiées en matière d'effets systémiques éventuels provenant du secteur des valeurs mobilières ont été étudiées et ont appelé des réponses de la part des ACVM, parfois en collaboration étroite avec le gouvernement fédéral. Un effort important a été fait pour rendre les règlements homogènes dans les diverses provinces, notamment en ce qui concerne les obligations d'inscription et les dispenses, le régime des offres publiques d'achat, les émissions initiales via le régime de passeport.

La dimension du risque systémique est devenue plus pertinente pour les autorités en valeurs mobilières, ce qu'elles ont reconnu individuellement et via l'OICV. Toutefois, les aspects les plus importants du contrôle du risque systémique sont la surveillance macroprudentielle et la réglementation microprudentielle des entités « importantes ». Même s'il est important, le rôle joué par la réglementation des valeurs mobilières reste secondaire par rapport à l'encadrement des grandes banques et à la surveillance de l'accumulation des risques et déséquilibres au niveau des économies. Comme le souligne le groupe de spécialistes éminents dans le *Squam Lake Report*, le principal outil de contrôle du risque systémique est la surveillance de la stabilité du marché, par une entité dont c'est la mission principale, mais qui n'a pas pour autant de pouvoir de réglementation spécifiques[306].

[306] Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Le second élément majeur de la gestion du risque systémique est l'encadrement, la surveillance et l'encadrement strict des entités complexes et de grande taille. Comme le souligne KPMG[307] :

> « La crise financière de 2007-2009 a montré que la faillite de certaines institutions financières de premier plan était susceptible d'avoir un impact brutal sur la stabilité financière et sur l'ensemble de l'économie. Elle a également mis en lumière l'absence de systèmes permettant de gérer les institutions financières en difficulté ou de règles sur les mesures à prendre par les autorités en cas de crise financière. Pour prévenir la survenance de telles crises à l'avenir, de multiples initiatives ont été engagées à la demande du G20, par le Comité de Stabilité Financière (CSF) et le Comité de Bâle. L'une des mesures les plus emblématiques est la création d'une réglementation spécifique pour les « Institutions Financières d'Importance Systémique » (SIFIs), de façon à limiter « l'aléa moral » dont elles bénéficient. Ces mesures seront mises en place à compter de 2012, avec une application obligatoire en 2019. »

French et al. soulignent par ailleurs qu'il est essentiel de bien séparer la réglementation microprudentielle de la réglementation macroprudentielle :

> « The orientation of an effective systemic regulator must be different from that of a rule-enforcing consumer protection or conduct of business regulator. A regulator charged with both enforcing rules and managing systemic risk will eventually devote too much of its attention to rule enforcement. By their nature, severe systemic crises are rare events. In the normal day-to-day business of a regulatory organization, the individuals who flourish are those who have demonstrated expertise solving current problems, not those addressing systemic concerns that may never materialize. As a result, the regulatory culture will gravitate toward consumer protection and conduct of

[307] KPMG Financial Services : La maîtrise du risque systémique, consulté le 16 janvier 20-16 à https://www.kpmg.com/FR/fr/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/la-maitrise-du-risque-systemique.pdf

> business roles. This is apparent in the behavior of the financial regulators around the world who have adopted the U.K.-style unified regulatory system[308]. »

L'importance de la réglementation des valeurs mobilières en matière de contrôle du risque systémique n'est pas absente, mais elle ne doit pas être exagérée. Par ailleurs, au Canada, les analyses menées par les instances internationales ont souligné la grande conformité des lois et règlements en matière de valeurs mobilières aux principes et recommandations de l'OICV. L'exemple de la règlementation des dérivés hors cote, des infrastructures de marché et des agences de notation montre que les responsables des deux niveaux de réglementation peuvent travailler ensemble pour trouver les solutions les mieux adaptées pour la stabilité du système financier.

Le préambule de la LSMC défend que

> « Les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète. »

Selon les énoncés de la Banque du Canada elle-même (Tableau 1), le risque systémique induit par des diverses composantes du SBP est très limité. Il est donc peu vraisemblable que les évènements qui s'y déroulent aient un impact sur l'ensemble de l'économie réelle. La surveillance et la réglementation des composantes du SBP est exhaustive et elle a été mise à jour. Dans plusieurs cas, cette supervision fait l'objet d'une supervision concertée entre les provinces et les organismes fédéraux. Les changements apportés à la réglementation et aux infrastructures ont permis d'augmenter la transparence, d'améliorer l'information et de mieux protéger les investisseurs. Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

---

[308] Kenneth French, Martin Baily, John Campbell, John Cochrane, Douglas Diamond, Darrell Duffie, Anil Kashyap, Frederic Mishkin, Raghuram Rajan and David Scharfstein (2010). *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*, Princeton: Princeton University Press

Il peut être soutenu en théorie que le changement de structure est requis pour donner aux autorités responsables les moyens d'analyser et mesurer le risque systémique. Nous analysons cet argument dans la section suivante.

6.4 Accès aux données et historique de collaboration

L'approche généralement recommandée pour limiter le risque systémique que présente le SBP repose sur une importante collecte de données, le développement d'outils spécifiques de mesure, une veille coordonnée et un ensemble de mécanismes de concertation. La gestion du risque systémique requiert l'accès à une masse importante de données. Toutefois, la source première de ces données est de nature globale et se trouve déjà dans les mains des régulateurs concernés. Le problème que posent les micro-données, relatives aux transactions par exemple, est moins celui de leur obtention que celui de leur standardisation et de leur qualité[309].

La Banque du Canada dispose de très nombreuses sources de données, répertoriées dans « Sources de renseignements du gouvernement fédéral et sur les fonctionnaires fédéraux[310]». En ce qui concerne les marchés des capitaux, la Banque dispose des renseignements suivants : Analyse des marchés de capitaux; crédit aux ménages; marchés obligataires; marchés boursiers; marchés monétaires; titrisation; autorités de réglementation; Caisse canadienne de dépôt de valeurs. Les divers modèles de prévision et d'analyse du risque systémique développés par la Banque du Canada et dont nous avons fait mention dans ce rapport, indiquent d'ailleurs que la Banque dispose des données requises à la gestion du risque. Selon Christensen et al.[311]:

> « La Banque du Canada utilise des données de diverses sources, mais il arrive que certaines de ces données ne soient pas disponibles à la fréquence voulue ou n'apportent pas les détails souhaités. Il arrive aussi que des données importantes ne

[309] Francis Gross (2010). *Micro-data as a Necessary Infrastructure–standardisation of Reference Data on Instruments and Entities as a Starting point: need for a Reference Data Utility*. IFC Bulletin disponible à: https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb34.pdf#page=340.
[310] *Sources de renseignements du gouvernement fédéral et sur les fonctionnaires fédéraux* Consulté le 2 janvier 2016, sur le site de la Banque du Canada
[311] Ian Christensen, Gitanjali Kumar, Césaire Meh and Lorie Zorn (2015). *L'évaluation des vulnérabilités du système financier canadien*. Banque du Canada: revue du système financier (juin): 43-53. (p.51)

> fassent l'objet d'aucune collecte. Les autorités canadiennes déploient des efforts concertés pour accroître le nombre et la qualité des données recueillies sur le système financier dans le cadre d'un projet international visant à améliorer la précision avec laquelle sont évalués les risques pesant sur la stabilité financière. Des données plus complètes et plus rapidement disponibles sur le bilan des ménages, notamment la composition détaillée des portefeuilles, de même que des statistiques démographiques et socio-économiques, permettraient d'obtenir un portrait plus fidèle de l'évolution de la dette, du revenu et du patrimoine des ménages et de la distribution de ces variables. »

Les divers rapports des organismes internationaux mentionnent que des difficultés d'obtention de données complètes et fiables pose problème dans les marchés des pensions, prêts de titres et dans celui de dérivés hors cote. Dans ces domaines, l'absence de standardisation et le fait que les transactions se fassent souvent de gré à gré limitaient la capacité des autorités à répertorier l'ensemble des opérations.

Le CSF a développé un ensemble de normes et de processus et de recommandations relatifs à la collecte des données, dans le cadre du G20 Data Gaps Initiative[312]. Les recommandations R2 à R7 traitent des données requises pour la gestion des risques du système financier. En dehors des données de nature prudentielle, ces recommandations sont relatives aux marchés des produits dérivés et des produits structurés. L'obtention des données était difficile dans le domaine des dérivés hors cote et le CSF a suivi de près la mise en oeuvre des mesures correctives dans les différents pays.

Le récent rapport du CSF rapporte qu'au Canada, les dispositions régissant la déclaration des transactions étaient en place au Canada en juin 2015, et que seule une partie des transactions touchant le marché des produits de base ne faisaient pas encore l'objet de

---

[312] "The G20 Data Gaps initiative is a set of 20 recommendations on the enhancement of economics and financial statistics. The programme was launched in order to improve the availability and comparability of economics and financial data, as the turmoil that hit the markets - when the financial crisis broke out in 2007-2008 - highlighted the need of broader datasets for policy makers and supervisors to better assess the evolution of the economy, as well as the intervention required."
http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/G20_Data_Gaps_Initiative_(DGI)_ %E 2 %80 %93_background#Monitoring_risk_in_the_financial_sector_.28R2-R7.29

rapports systématiques[313]. Le CDSX, la CLS Bank et le service SwapClear sont supervisés par les instances fédérales au titre des entités d'importance systémique. Les données de ces systèmes sont donc très certainement accessibles aux organismes fédéraux canadiens.

Il semble donc difficile de justifier le bouleversement de la réglementation du secteur financier par la possibilité d'obtenir les données requises pour la gestion du risque systémique. Le long historique de collaboration entre les autorités fédérale et provinciales en matière de réglementation rend par ailleurs peu vraisemblable une situation où les autorités provinciales interdiraient l'accès aux données qu'elles détiennent aux autorités fédérales. Jeremy Rudin, surintendant des institutions financières, soulignait ainsi l'exceptionnelle collaboration entre organismes de règlementation canadiens, « tout aussi importante que les relations internationales» :

> « Les instances de réglementation canadiennes bénéficient de nombreuses tribunes où elles peuvent mettre en commun des renseignements et discuter de dossiers et d'interventions concernant les institutions financières. Je pense entre autres au Comité de surveillance des institutions financières que je préside; un organisme constitué en vertu de la loi auquel siègent la Société d'assurance-dépôts du Canada, l'Agence de la consommation en matière financière du Canada, la Banque du Canada, le ministère des Finances et le BSIF. Je pense également ici au Comité des dirigeants d'organismes, un autre organisme auquel je siège, qui est présidé par le gouverneur de la Banque du Canada et qui réunit certains organismes de surveillance fédéraux ainsi que les principales instances de contrôle des valeurs mobilières, y compris l'AMF. Ce comité a pour mandat d'aider ses membres à mieux comprendre les questions centrales qui touchent les marchés et leur réglementation, telles que les produits dérivés négociés hors bourse et le taux de référence CDOR[314]. »

---

[313] Conseil de stabilité financière (2015b). *Ninth Progress Report on Implementation of OTC Derivatives Market Reforms*. Financial Stability Board, 24 juillet disponible à: http://www.fsb.org/2015/07/ninth-progress-report-on-implementation-of-otc-derivatives-market-reforms/.

[314] Communication de Jeremy Rudin, surintendant des institutions financières au Cercle de la finance internationale de Montréal, Montréal (Québec), le 17 mars 2015, consultée le 16 janvier

Le régime réglementaire actuel ne comporte pas de lacunes qui découlent de la manière dont les responsabilités sont partagées entre le fédéral et les provinces, ni de problèmes découlant de l'absence de collaboration. Par ailleurs, le modèle proposé par le gouvernement fédéral se différencie significativement des modèles de gestion du risque systémique mis en place dans d'autres juridictions.

6.5 Une approche qui diffère de ce qui a été établi dans les autres juridictions

Dans son rapport de 2010, le FMI décrivait ainsi l'orientation des structures réglementaires dans les principaux pays, suite à la crise :

> « Recent proposals by the U.S. House of Representatives, U.S. Senate, United Kingdom, and European Union call for the creation of respective councils, each comprising existing supervisory authorities and national central banks within their country. These councils would be charged with monitoring the buildup of domestic financial systemic risk on a regular basis with no, or a small, permanent secretariat. Member agencies of the council, including central banks, are expected to provide analytical support. The councils would have the authority to demand, at any time, the information about any financial firm deemed necessary for the fulfillment of their mandate. The systemic risk regulators would also have the authority to make recommendations at the macroprudential level to relevant regulatory bodies. However, supervision of individual institutions is left with existing microprudential regulators[315]. »

Dans la plupart des juridictions, le contrôle du risque systémique repose donc principalement sur un organisme de surveillance qui renvoie aux autres autorités compétentes les demandes d'information et les alertes éventuelles. Cet organisme central n'a pas préempté les prérogatives des organismes de réglementation existants. La Banque du Canada assume largement ce rôle de surveillance au Canada, notamment à l'aide du Cadre d'évaluation des risques macro financiers qui modélise les liens d'interdépendance

---

2016 à http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/osfi-bsif/med/sp-ds/Pages/jr20150317.aspx

[315] Fonds Monétaire International (2010). *Systemic Risk and the Redesign of Financial Regulation,*. International Monetary Fund : Global Financial Stability Report disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/chap2.pdf. (p.15), souligné par l'auteur.

entre la liquidité et la solvabilité au sein d'un système financier comptant de multiples établissements reliés entre eux par un réseau[316]. Nous présentons ci-dessous les structures réglementaires qui prévalent dans les principales juridictions depuis la crise.

6.5.1 L'Union européenne

Adoptée en octobre 2010, la révision de la supervision financière comprend la création d'une instance de surveillance macro-prudentielle et celle de trois Autorités sectorielles qui prennent la suite des trois comités de contrôleurs microprudentiels. Ces deux niveaux (macro et micro-prudentiel) coopèrent via des représentations croisées et un comité mixte.

Chargé de la surveillance macro-prudentielle de l'Union européenne, le CERS doit prévenir et atténuer les risques systémiques en collectant les informations nécessaires à cet effet, en identifiant les risques, en émettant des alertes et en préconisant les mesures à prendre quand les menaces sont repérées. Le CERS est présidé par le Président de la Banque centrale européenne (BCE). Parmi les 14 membres du Comité directeur, on compte 7 membres de la BCE et les présidents des trois autorités micro-prudentielles. Le Conseil général inclut, en outre, les gouverneurs des 27 banques centrales nationales de l'Union. Le CERS emploie les moyens de la BCE, qui lui fournit un support analytique, statistique, logistique et administratif.

> « Le niveau de la surveillance micro-prudentielle, qualifié de Système européen de superviseurs financiers (dont le CERS fait partie), fonctionne comme un réseau décentralisé. Les superviseurs nationaux poursuivent leurs opérations au jour le jour. Des collèges de superviseurs assurent la surveillance des groupes transfrontaliers. Les trois nouvelles Autorités européennes ont pour tâche de coordonner l'application des standards de supervision européens et d'assurer une forte coopération entre les superviseurs nationaux. Opérationnelles depuis le début de 2011, ces nouvelles instances (l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers) sont

[316] Céline Gauthier and Moez Souissi (2012). *Comprendre le risque systémique au sein du secteur bancaire : le Cadre d'évaluation des risques macrofinanciers*. Revue de la Banque du Canada Printemps: 32-42.

> notamment composées des 27 responsables des autorités publiques nationales compétentes dans le secteur concerné. Dotées de la personnalité juridique et indépendante vis-à-vis des pouvoirs politiques (mais devant leur rendre des comptes), ces Autorités disposent de pouvoirs contraignants sur les institutions financières (mais les cas sont limités et la procédure compliquée)[317]. Le mandat, extrêmement large, confié à ces autorités, peut se résumer autour de deux axes bien distincts : élaborer dans l'Union un ensemble unique de principes et de règles, c'est-à-dire une culture commune de supervision ; et résoudre les conflits individuels liés aux entreprises transfrontalières (surveillées par les collèges de superviseurs regroupant les superviseurs du pays d'origine et ceux des pays d'accueil) et aux transgressions vis-à-vis de la réglementation (de la part des institutions individuelles ou des autorités nationales[318]). »

Il n'existe donc pas d'organisme central de réglementation financière dans l'Union européenne, où chaque pays conserve sa souveraineté en la matière sur la base du principe de subsidiarité. Le risque systémique est défini comme le risque d'une perturbation du système financier susceptible d'avoir des répercussions négatives graves sur le marché intérieur et l'économie réelle[319]. L'objectif du Système européen de

---

[317] Pour permettre une réaction proportionnée en cas d'application incorrecte ou insuffisante du droit de l'Union, un mécanisme en trois étapes devrait s'appliquer. Tout d'abord, l'Autorité devrait être habilitée à enquêter sur les cas d'application prétendument incorrecte ou insuffisante du droit de l'Union par les autorités nationales dans leurs pratiques de surveillance, et à émettre en conclusion une recommandation. Ensuite, si l'autorité nationale compétente ne suit pas la recommandation, la Commission devrait être habilitée à émettre un avis formel tenant compte de la recommandation de l'Autorité et imposant à l'autorité compétente de prendre les mesures nécessaires pour faire respecter le droit de l'Union
Enfin, pour mettre fin à une situation exceptionnelle d'inaction persistante de la part de l'autorité compétente concernée, l'Autorité devrait être habilitée, en dernier ressort, à adopter des décisions adressées à des acteurs des marchés financiers déterminés. Ce pouvoir devrait être limité aux cas exceptionnels dans lesquels une autorité compétente ne se conforme pas aux avis formels qui lui sont adressés, lorsque la législation de l'Union est directement applicable aux acteurs des marchés financiers en vertu de règlements actuels ou futurs de l'Union. (Art 28 et 29 du Règlement (UE) No 1095/2010) du 24 novembre 2010

[318] Dominique Perrut (2012). *La régulation financière après la crise des « subprimes » : quelles leçons et quelles réformes ?* Policy Paper n°246, 2 juillet disponible à: http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-246-fr.pdf.

[319] Règlement (UE) No 1093/2010 du Parlement Européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne), modifiant la

surveillance financière (SESF) est de former un réseau intégré d'autorités de surveillance nationales et européennes, la surveillance courante étant maintenue à l'échelon national.

L'Autorité doit élaborer des normes, mais « compte tenu de l'expertise technique dont disposent les autorités dans les domaines où des normes techniques de réglementation devraient être élaborées, il convient de noter que la Commission a fait part de son intention de se fonder en règle générale sur les projets de normes techniques de réglementation que lui soumettent les autorités. » (Art. 24 du Règlement)

> « L'Autorité devrait également être en mesure d'interdire ou de restreindre temporairement certaines activités financières qui menacent le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité globale ou partielle du système financier dans l'Union, dans les cas et les conditions prévus par les actes législatifs visés au présent règlement. » (Art. 12 du Règlement) « Les menaces graves pesant sur le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou sur la stabilité du système financier dans l'Union nécessitent une réaction rapide et concertée à l'échelon de l'Union. L'Autorité devrait par conséquent pouvoir exiger des autorités nationales de surveillance qu'elles prennent des mesures spécifiques pour remédier à une situation d'urgence. » (Article 30 du Règlement)
>
> « Pour préserver la stabilité financière, il est nécessaire de déceler, à un stade précoce, les tendances, les risques potentiels et les vulnérabilités résultant du niveau microprudentiel, dans un contexte transfrontalier et transsectoriel. L'Autorité devrait suivre et évaluer ces évolutions dans son domaine de compétence et, le cas échéant, informer le Parlement européen, le Conseil, la Commission, les autres autorités européennes de surveillance et le CERS, sur une base régulière et, le cas échéant, sur une base ad hoc. » (Art 43 du Règlement).
>
> « Pour permettre une réaction proportionnée en cas d'application incorrecte ou insuffisante du droit de l'Union, un mécanisme en trois étapes devrait s'appliquer. Tout d'abord, l'Autorité devrait être habilitée à enquêter sur les cas d'application prétendument incorrecte ou insuffisante du droit de l'Union par les autorités nationales

---

décision no 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/78/CE de la Commission, article 15. (le Règlement)

> dans leurs pratiques de surveillance, et à émettre en conclusion une recommandation. Ensuite, si l'autorité nationale compétente ne suit pas la recommandation, la Commission devrait être habilitée à émettre un avis formel tenant compte de la recommandation de l'Autorité et imposant à l'autorité compétente de prendre les mesures nécessaires pour faire respecter le droit de l'Union. Enfin, pour mettre fin à une situation exceptionnelle d'inaction persistante de la part de l'autorité compétente concernée, l'Autorité devrait être habilitée, en dernier ressort, à adopter des décisions adressées à des établissements financiers déterminés. » (Art 28 et 29 du Règlement).

La structure mise en place dans l'Union Européenne respecte donc les prérogatives des pays et des organismes de réglementation microprudentiels, tels que les autorités en matière de valeurs mobilières. Toutefois, l'Union Européenne fait face à une situation particulière en raison de l'importance des entités dont les activités sont transfrontalières. La BCE assume donc un rôle important de supervision de ces entités.

6.5.2 L'Australie

La situation du secteur financier australien présente des similitudes avec celle du Canada. Ce pays a été relativement peu touché par la CFG et a connu une croissance du PIB en 2009, au contraire de la majorité des pays développés. Le marché de la titrisation est modeste, et dominé par la titrisation des prêts hypothécaires de bonne qualité. La part des prêts hypothécaires dans l'actif des banques est toutefois largement supérieure à celle observée au Canada[320]. Les taux de défaut sur hypothèques, semblables à ceux du Canada, sont très faibles. Le secteur des fonds de couverture est un peu plus développé qu'au Canada, mais les fonds emploient peu l'effet de levier et, comme au Canada, ils sont de petite taille[321]. Selon un rapport sur les fonds de couverture en Australie[322]:

---

[320] Reserve Bank of Australia, Submission to the Financial System Inquiry, Sources and Management of Systemic Risk, mars 2014, consulté le 4 janvier 2016 à http://www.rba.gov.au/publications/submissions/fin-sys-inquiry-201403/sou-man-sys.html. Fig 4.6

[321] Chris Aylmer, Remarks to the Australian Securitisation Conference, Sydney – 11 November 2014, consulté le 3 janvier 2016 à http://www.rba.gov.au/speeches/2014/sp-so-111114.html

[322] ASIC (2013). *The Australian Hedge Funds Sector and Systemic Risk*. Australian Securities and Investments Commission, Septembre disponible à: http://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-370-the-australian-hedge-fun

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

> « At 30 September 2012, identified single-strategy hedge funds ($50.7 billion) and funds of hedge funds ($15.2 billion) managed 2.4 % and 0.7 % (respectively) of all managed funds. [..] The hedge funds sector is characterised by small-sized hedge funds, with more than half of Australian hedge funds managing less than $50 million ».

Les tailles des fonds du marché monétaire sont du même ordre de grandeur (33,4 milliards de dollars australiens contre 88 milliards de dollars canadiens). La taille du marché du PCAA est également semblable (70,7 milliards de dollars australiens contre 94 milliards de dollars canadiens)[323]. Globalement, sur la base de l'indicateur de l'actif des banques rapporté aux intermédiaires non bancaires, les deux pays sont très semblables selon le CSF[324]. La similitude des marchés financiers rend les comparaisons des structures réglementaires existantes et proposées fort intéressantes.

Les autorités australiennes ont implanté un organisme de concertation et de supervision (*the Council of Financial Regulators* ou CFR), dont l'objectif est d'assurer la coopération et la coordination entre les organismes de réglementation. Selon le site du Conseil, le CFR n'a pas de pouvoirs ou de fonctions réglementaires autres que ceux des agences qui le composent. Son objectif ultime est de promouvoir l'efficacité et l'efficience de la réglementation et de promouvoir la stabilité du système financier du pays[325]. Les membres en sont la banque centrale (*the Reserve Bank of Australia* ou RBA), l'autorité en matière prudentielle (the *Australian Prudential Regulation Authority* ou APRA), l'autorité en matière de valeurs mobilières (the *Australian Securities and Investments Commission* ou ASIC) et le Conseil du Trésor. Le CFR est un forum d'échange d'information dont les membres discutent les problèmes liés à la réglementation du secteur financier et si nécessaire, coordonnent les réponses aux menaces de nature

---

ds-sector-and-systemic-risk/., p.6

[323] Susan Black: The Asset Backed Commercial Paper, Reserve Bank of Australia Bulletin, Janvier 2008. Consulté le 5 janvier 2016 à http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2008/jan/pdf/bu-0108-1.pdf

[324] Conseil de stabilité financière (2013b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2013*. Financial Stability Board, 14 novembre disponible à: http://www.fsb.org/2013/11/r_131114/., fig 5.1 p.18.

[325] Voir: http://www.cfr.gov.au/

systémique. Le CFR conseille également le gouvernement en matière de réglementation financière. Les deux organismes de supervision principaux ont conservé leur indépendance et leurs prérogatives, augmentées de considérations de nature systémique. En particulier, l'ASIC a établi un comité de surveillance des risques émergents. Comme l'énonce son Président Greg Medcraft:

> « We have learned lessons from the crisis and we are working – cooperatively – to improve the resilience of the financial system. (…) In cooperation with their partners, the central banks and the prudential regulatory authorities, I hope you will find in future that securities regulators like ASIC will be more active in identifying, monitoring, measuring, mitigating and managing systemic risks and building the resilience of the system as a whole[326]. »

L'ASIC assume la responsabilité de l'intégrité du marché et de la protection des investisseurs, ainsi que de la réglementation des banques d'affaires et des compagnies de finance. L'APRA est responsable de la supervision prudentielle des banques, des compagnies d'assurance et des fonds de pension. Elle identifie les entités d'importance systémique, sur la base des critères développés par le Comité de Bâle. La banque centrale (*Reserve Bank of Australia*) assume les fonctions classiques d'une banque centrale, incluant la politique monétaire et la supervision de la plupart des systèmes de paiement.

Les quatre grandes banques sont considérées comme les principaux facteurs de risque systémique en raison de leur taille et de leurs liens avec l'économie réelle et les autres composantes du système financier. Aucune entité non bancaire n'a été considérée comme étant d'importance systémique. Les 300 sociétés financières enregistrées (Registered financial corporations-RFCs), qui incluent les compagnies de finance et les fonds du marché monétaire qui ne sont pas régis par l'APRA, constituent le secteur bancaire parallèle, selon la définition du CSF. Ces entités effectuent une transformation des

---

[326] Voir: Systemic risk: The role of securities regulators, A speech by Greg Medcraft, Chairman, Australian Securities and Investments Commission at Systemic Risk, Basel III, Financial Stability and Regulation Conference, Institute of Global Finance, 28 June 2011, consulté le 3 janvier 2016 à http://asic.gov.au/about-asic/media-centre/speeches/systemic-risk-the-role-of-securities-regulators/

échéances et certaines emploient un fort effet de levier. Toutefois, selon la Banque centrale australienne: « the RFC sector currently poses limited systemic risk given its small size and minimal connections to the regulated banking system[327] ». En particulier, le rapport de l'ASIC sur les fonds de couverture conclut que : «Australian hedge funds do not currently appear to pose a systemic risk to the Australian economy»[328]

6.5.3 Le Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la réglementation financière était assurée, depuis 2001, par la *Financial Services Authority* (FSA), qui assumait la réglementation prudentielle et celle des valeurs mobilières. La FSA a été mise en cause lors de l'analyse des effets de la CFG, qui ont été importants au Royaume-Uni. Les principaux reproches faits à l'agence apparaissent dans le Rapport Turner:

> « The failure to do this (macro-prudential) analysis and to take action on it was one of the crucial failures of the years running up to the financial crisis. It is not unfair to characterise what occurred as follows.
>
> - The Bank of England tended to focus on monetary policy analysis as required by the inflation target, and while it did some excellent analytical work in preparation for the Financial Stability Review, that analysis did not result in policy responses (using either monetary or regulatory levers) designed to offset the risks identified.
> - The FSA focused too much on the supervision of individual institutions, and insufficiently on wider sectoral and system-wide risks.
> - The vital activity of macro-prudential analysis, and the definition and use of macro-prudential tools, fell between two stools. In the words of Paul Tucker, now Deputy Governor of the Bank of England for financial stability, the problem was not overlap but 'underlap'[329]. »

---

[327] Reserve Bank of Australia, Submission to the Financial System Inquiry, Sources and Management of Systemic Risk, mars 2014, consulté le 4 janvier 2016 à http://www.rba.gov.au/publications/submissions/fin-sys-inquiry-201403/sou-man-sys.html

[328] ASIC (2013). *The Australian Hedge Funds Sector and Systemic Risk*. Australian Securities and Investments Commission, Septembre disponible à: http://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/reports/rep-370-the-australian-hedge-funds-sector-and-systemic-risk/., p.5

[329] Adair Turner (2009). *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking*

Les responsabilités de la FSA ont été réparties entre la *Financial Conduct Authority* (FCA) et la *Prudential Regulation Authority of the Bank of England* (PRA). La première agence assume les responsabilités classiques d'une commission des valeurs mobilières. Elle a la responsabilité de surveiller les produits financiers, peut en superviser la structure et en interdire certains. Son objectif général est d'assurer le bon fonctionnement des marchés, ce qui inclut la promotion de la concurrence. La FCA est responsable de la supervision prudentielle des sociétés de service financier, telles que les gestionnaires de fonds, les conseillers financiers et les courtiers en assurance et hypothèque. Pour gérer pleinement la dimension systémique de son mandat, la FCA a réparti les entités du secteur financier dont elle est responsable en trois catégories. Les entités C1 sont celles dont le défaut aurait des conséquences importantes sur le marché, et pourraient donc avoir une dimension systémique. Elles sont soumises à une double évaluation proactive de solidité financière et éventuellement de liquidité annuelle et ont un superviseur attitré.

> « The purpose of the Firm Systematic Framework is to assess whether the firm is being run, currently and prospectively, in a way that results in the fair treatment of customers, minimises risks to market integrity, and does not impede effective competition. The aim is to identify and mitigate the key drivers of poor conduct behaviours and to ensure that firms behave in a way that minimises the risk they represent to our objectives both now and in the future[330]. »

Les entités classées C2 sont soumises à une double évaluation bisannuelle. Les entités C3 sont évaluées tous les 4 ans et celles classées C4, qui présentent le plus faible niveau de risque, sont évaluées ponctuellement. Cette structure reflète celle du SBP de ce pays. Certains des plus importants fonds de couverture au monde y sont domiciliés, tels que Brevan Howard Asset Management LLP. Le Royaume-Uni se situe au second rang mondial en termes de taille du SBP rapporté au PIB, loin devant les États-Unis, selon le CSF[331]. Il revient donc à la FCA de désigner les entités qu'elle considère comme étant de

---

Crisis, Financial Services Authority London., p.84
[330] FCA Factsheet, https://www.fca.org.uk/static/fca/documents/factsheet.pdf
[331] Conseil de stabilité financière (2015a). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Financial Stability Board, 12 novembre disponible à: http://www.financialstabilityboard.org/2015/11/global-shadow-banking-monitoring-report-2015/.

nature systémique ou non. La liste des entités dans chaque catégorie n'est cependant pas divulguée.

La PRA, sous-ensemble de la Banque d'Angleterre, est responsable de la supervision prudentielle des banques, coopératives de crédits, sociétés de crédit immobilier (Building societies), assureurs et grandes firmes d'investissement. Elle assume également la supervision microprudentielle des institutions de dépôt des assureurs et des principales firmes d'investissement. Au Royaume-Uni, certaines entreprises du secteur financier, dont les banques, les coopératives de crédit, les sociétés d'assurance sont supervisées à la fois sur le plan prudentiel par la PRA et en ce qui concerne la conduite des opérations par la FCA.

Le Trésor a mis en place the Financial Policy Committee (FPC) comme un sous-ensemble de la Banque d'Angleterre, chargé de la gestion du risque systémique. Le mandat du FPC est d'identifier, de gérer et d'intervenir pour éliminer ou réduire les menaces systémiques. L'idée sous-jacente est que la gestion du risque systémique serait mieux assurée par un organisme dont c'est la seule attribution. Les attributions du FPC sont définies comme suit sur le site de cet organisme :

> « The FPC can issue Directions and Recommendations to the Prudential Regulation Authority (PRA) and Financial Conduct Authority (FCA), and can make Recommendations to other bodies. For banks, the FPC has been given a power of Direction over sectoral capital requirements (SCRs) and will also be given a power to set the countercyclical capital buffer under new EU legislation. »

Le FPC n'intervient donc pas directement sauf pour ce qui est des exigences de capitalisation, mais renvoie ses recommandations aux organismes de réglementation concernés. La désignation formelle des entités d'importance systémique domestique devrait être complétée en 2016. Elle doit se faire en accord avec les directives de l'Autorité bancaire européenne qui a émis un avis de consultation sur ce sujet en 2014[332].

(p.12)

[332] Autorité bancaire européenne (2014). *Guidelines on the Criteria to Determine the Conditions of Application of Article 131(3) of Directive 2013/36/EU (CRD) in Relation to the Assessment of Other Systemically Important Institutions (O-SIIs)*. Consultation Paper EBA/CP/2014/19, 18

L'échéancier de désignation des entités d'importance systémique est présenté par la Banque d'Angleterre[333]; les entités de niveau C1 ou C2 ont été désignées déjà par la FCA.

Dans ce pays, une entité de surveillance analyse les risques globalement et renvoie aux autorités concernées les alertes éventuelles. La FCA assume tous les pouvoirs d'une autorité des valeurs mobilières et les entités de grande taille font l'objet d'une double supervision, macro et microprudentielle.

6.5.4 Les États-Unis

La législation pour promouvoir la stabilité financière des États-Unis (*Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Dodd-Frank Act*) de 2010 a instauré le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC). Le FSOC est chargé d'identifier les risques pour la stabilité du système financier et d'organiser une réponse à ces menaces. Le Conseil de la réserve fédérale est chargé d'établir les normes pour les entités d'importance systémique. Présidé par le Secrétaire au Trésor, le FSOC est composé des responsables des neuf organismes de réglementation, dont la SEC et d'un représentant du domaine de l'assurance. Le FSOC a le pouvoir de désigner une entité non bancaire comme étant d'importance systémique, renforçant de ce fait la supervision du Conseil de la réserve fédérale. Il peut également recommander le renforcement des règles et balises pour les activités et pratiques d'importance systémique. Le FSOC produit des études semblables à celles publiées par la Banque du Canada, touchants divers aspects des risques et de la réglementation du système financier. Les critères de désignation des entités à dimension systémique et le processus de désignation sont encadrés[334].

---

juillet disponible à:
https://www.eba.europa.eu/documents/10180/760486/EBA-CP-2014-19+(CP+on+GL+on+the+criteria+for+assessment+of+O-SIIs).pdf.

[333] Medium-term risks to financial stability, Bank of England, Financial Stability Report, Juin 2014, consulté le 10 janvier 2016 à http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/2014/fsr35sec3.pdf .

[334] Financial Stability Oversight Council: Nonbank Designations, consulté le 10 janvier 2016 à https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Pages/nonbank-faq.aspx#4

> « *Exposure*. A nonbank financial company's creditors, counterparties, investors, or other market participants have exposure to the nonbank financial company that is significant enough to materially impair those creditors, counterparties, investors, or other market participants and thereby pose a threat to U.S. financial stability.
>
> *Asset liquidation*. A nonbank financial company holds assets that, if liquidated quickly, would cause a fall in asset prices and thereby significantly disrupt trading or funding in key markets or cause significant losses or funding problems for other firms with similar holdings.
>
> *Critical function or service*. A nonbank financial company is no longer able or willing to provide a critical function or service that is relied upon by market participants and for which there are no ready substitutes. »

Le FSOC documente de façon exhaustive les motifs de désignation. Par exemple, dans le cas de Prudential Financial Inc. en décembre 2012, le FSOC souligne:

> « The company had approximately $3.6 trillion of total in-force life insurance and $709 billion in total on-balance sheet assets, including $424 billion of general account investments and cash and $253 billion of separate account assets. Prudential also manages a significant amount of off-balance sheet, third-party assets (…) Asset liquidation resulting from withdrawal requests of Prudential's policyholders could be exacerbated by its derivative and short-term funding counterparties, which could, under existing agreements, require Prudential to either post additional collateral or to raise cash to close out certain funding transactions[335]. »

Notons au passage que cette compagnie représente environ 7 fois la taille du principal groupe canadien actif dans le secteur de l'assurance. Le FSOC a désigné quatre entités comme étant d'importance systémique : les compagnies d'assurance AIG, MetLife et Prudential et un organisme de prêt non bancaire : GE Capital dont l'actif atteignait 500 milliards de dollars US en 2015. Il n'est pas impossible qu'une entité non désignée le

[335] *Basis for the Financial Stability Oversight Council's Final Determination Regarding Prudential Financial, Inc.,* consulté le 10 janvier 2016 à https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/designations/Documents/Prudential %20Financial %20Inc.pdf

devienne dans le futur, en particulier dans le domaine de la gestion de portefeuille. Toutefois, le FSOC a identifié un très petit nombre d'entités qui sont toutes de très grande taille et cette désignation est intervenue sur la base de critères établis.

Le Dodd-Frank Act a éliminé une seule agence de supervision prudentielle: the *Office of Thrift Supervision*. Les dix autres agences ont conservé leurs prérogatives. Les *State Securities Regulators*, ont également conservé leurs prérogatives en matière d'inscription des courtiers (sous un certain seuil) et d'application de la loi et leur autorité a été élargée[336]. Les États fédérés sont présents comme membres non votants du FSOC, soit un représentant des régulateurs d'assurance des États, un représentant des régulateurs bancaires des États et un représentant des autorités en valeurs mobilières des États.

Le Dodd-Franck Act comporte 90 recommandations de règlements complémentaires qui relèvent de la SEC[337]. La structure générale de la réglementation est orientée vers une augmentation de la collaboration inter agence, plutôt que vers l'intégration des organismes de réglementation[338]. Un élément central de la réforme implantée pour contrôler le risque systémique est l'importance donnée à la dimension macroprudentielle. Comme le souligne Ben S. Bernanke:

> « To be sure, a macroprudential approach to oversight does not avoid the need for careful microprudential regulation and supervision. The oversight of individual institutions serves many purposes beyond the enhancement of systemic stability, including the protection of the deposit insurance fund, the detection of money laundering and other forms of financial crime, and the prevention of unlawful

---

[336] Voir: Written Testimony of David Massey NASAA President and North Carolina Deputy Securities Administrator Before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs "Enhanced Investor Protection After the Financial Crisis" 12 juillet 2011, consulté le 31 janvier 2016 à http://www.nasaa.org/767/enhanced-investor-protection-after-the-financial-crisis/.

[337] Chair Mary Jo White (2013). *Testimony on "Mitigating Systemic Risk in the Financial Markets through Wall Street Reforms*. The United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, June 30, 2013 disponible à: http://www.sec.gov/News/Testimony/Detail/Testimony/1370539733678.

[338] Donato Masciandaro and Marc Quintyn (2012). *The Architecture of Securities Market Supervision Before and after the Crisis*. Paolo Baffi Centre Research Paper 114 disponible à: http://ssrn.com/abstract=2115406.

> discrimination or abusive lending practices. Equally important, however, is that microprudential oversight also provides the knowledge base on which a more systemic approach must be built; we cannot understand what is going on in the system as a whole without a clear view of developments within key firms and markets. Without a strong microprudential framework to underpin them, macroprudential policies would be ineffective[339]. »

6.5.5 Différences

Dans toutes les juridictions dont nous avons survolé la structure réglementaire, les modifications de la structure réglementaire du système financier postérieures à la crise partagent plusieurs dimensions. Le renforcement de la surveillance du risque systémique ne s'est pas traduite par une concentration ou une centralisation des organismes de réglementation existants. Dans l'Union Européenne, chaque régulateur national des valeurs mobilières conserve ses pouvoirs; aux États-Unis, les divers organismes sectoriels ont conservé leurs pouvoirs; au Royaume-Uni, on a même, à cette occasion, fractionné un organisme existant pour adopter un modèle « twin peaks ».

Une entité de surveillance est chargée explicitement de la surveillance du risque systémique au niveau macro-économique, en s'appuyant sur les données et travaux des banques centrales. Cette entité de surveillance n'intervient pas directement, mais renvoie les alertes aux entités réglementaires concernées.

La désignation des entités à dimension systémique domestique s'est effectuée ou sera complétée incessamment, sur la base de critères établis, et dans le cadre d'un processus bien documenté. Les entités désignées jusqu'aujourd'hui, aux États-Unis sont des institutions de très grande taille dont la dimension systémique est peu contestable. L'approche choisie dans les pays étudiés consiste donc à centrer les efforts sur un petit nombre d'entités et d'exercer une surveillance pro active. Ceci correspond aux recommandations des chercheurs et des organismes internationaux en matière de contrôle

[339] Chairman Ben S. Bernanke, 2011Implementing a Macroprudential Approach to Supervision and Regulation At the 47th Annual Conference on Bank Structure and Competition, 2011 Chicago, Illinois, 5 mai, http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110505a.htm?utm_source=twitterfeed&utm_medium=twitter

du risque systémique. Les organismes de réglementation microprudentiel ont été renforcés, de nombreuses recommandations ont été faites à la SEC aux États-Unis et le Royaume-Uni a restauré une autorité en matière de valeurs mobilières.

L'approche proposée au Canada s'écarte de ce que nous observons dans les autres juridictions par l'absence de structure dédiée spécifiquement à la surveillance macro-économique, par l'absence de critères bien définis pour la désignation des entités à dimension systémique et par une approche très large qui conduit à considérer comme potentiellement d'importance systémique les indices boursiers ou les régimes de retraite. Nous n'avons observé de considérations de cette nature dans aucun autre pays.

7 CONCLUSION

Le risque systémique existe au Canada, et il est fortement associé au système bancaire très concentré comme le souligne le FMI. Les principales banques sont désignées comme entités à dimension systémique, et sont supervisées à ce titre par le BSIF. Une très grande majorité du système financier canadien est supervisée par le gouvernement fédéral soit directement, soit indirectement, via la très forte implication des banques dans la titrisation, les dérivés hors cote et l'activité du courtage, soit encore parce que les entités ont été désignées d'importance systémique. C'est le cas des systèmes de compensation.

Le SBP canadien présente un risque systémique faible, de l'avis même de la Banque du Canada. Ceci est dû à trois caractéristiques principales de cette partie du marché financier canadien. Premièrement les titres les plus présents sur ce marché sont les produits structurés basés sur les hypothèques, domaine strictement encadré et largement assuré par le gouvernement fédéral. Deuxièmement, les entités et marchés qui sont considérés comme des vecteurs de risque systémique dans d'autres pays tels que les fonds de marché monétaire, les fonds de couverture et le marché du papier commercial sont de petite taille au Canada. Un défaut éventuel de l'une ou l'autre de ces composantes ne pourrait vraisemblablement pas impliquer d'effets majeurs sur l'économie réelle. Troisièmement, la réglementation des valeurs mobilières encadre fermement les risques associés à la liquidité, et à l'endettement des entités du système financier et aux produits dérivés hors

cote dont les autorités provinciales ont la responsabilité. Les autorités en matière de valeurs mobilières ont un rôle à jouer en matière de risque systémique[340]. Sous les auspices de l'OICV et du G20, un travail important de révision des réglementations des valeurs mobilières a été effectué, au Canada, en ce qui concerne la transparence, les risques de contrepartie, les fonds de couverture, la titrisation, les dérivés hors cote, les agences de crédit et les entités non règlementées. Toutefois, même si les régulateurs micro-prudentiels ont un rôle à jouer, la dimension macroprudentielle reste prépondérante pour contrôler le risque systémique:

> « The best way to safeguard financial stability and improve the balance between economic and financial risk taking is to put in place policies that enhance the transmission of monetary policy to the real economy—thus promoting economic risk taking—and address financial excesses through well-designed macroprudential measures[341]. »

Ceci est particulièrement vrai au Canada, où les menaces systémiques sont principalement associées aux banques, à l'endettement des ménages et au marché immobilier.

De plus, dans le contexte canadien, l'approche proposée dans le projet de régime coopératif repose sur la disparition des autorités en valeurs mobilières des provinces/territoire participants au régime coopératif et la création d'une nouvelle autorité centrale de réglementation des marchés de capitaux. Les propositions du projet de régime coopératif annoncent une concentration des pouvoirs et à terme la réduction très importante des pouvoirs des régulateurs provinciaux en matière de risque systémique. Elles ne prévoient pas, par ailleurs, de conseil de surveillance macroprudentiel tels que le FSOC, aux États-Unis, FPC au Royaume-Uni ou le CERS dans l'Union Européenne. Ces

---

[340] OICV (2011b). *Mitigating Systemic Risk: A Role for Securities Regulators*. Discussion Paper, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions disponible à: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD347.pdf.

[341] Fonds Monétaire International (2014c). *World Economic and Financial Surveys : Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth*. Global Financial Stability Report disponible à: https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2014/02/pdf/text.pdf., p.viii

entités ont pour mission de surveiller et d'évaluer le risque systémique et d'alerter les organismes de réglementation en cas de menace. Le projet du gouvernement fédéral s'éloigne donc des solutions appliquées dans les autres juridictions en matière de risque systémique.

En 2011, Julie Dickson, alors surintendante aux institutions financières, disait ceci:

> « En résumé, il n'y a pas de solution miracle pour bâtir un secteur financier sûr et solide. C'est plutôt une démarche multidimensionnelle dans laquelle tous les intervenants du secteur – les dirigeants et les conseils d'administration des banques, les organismes de réglementation et de surveillance, les gouvernements, les banques centrales, les marchés (investisseurs, analystes et agences de notation) et les vérificateurs – ont un rôle à jouer[342]. »

Il ne semble pas que le projet de régime coopératif, en dépit de son nom, respecte ces principes. Cette observation surprend d'autant que la réglementation financière canadienne a donné lieu à une collaboration ancienne et étroite entre les autorités provinciales et fédérale. L'exemple le plus récent est la collaboration instaurée dans le cadre du groupe de travail sur les instruments dérivés hors cote et l'implantation du système de contrepartie centralisé.

Le préambule de la LSMC défend que

> « les réalités des marchés des capitaux intérieurs et internationaux et les évènements qui s'y déroulent peuvent avoir de graves conséquences sur la stabilité et l'intégrité du système financier canadien ainsi que sur l'ensemble de l'économie canadienne et que le repérage, la prévention et la gestion efficaces des risques systémiques que coure le système financier canadien exigent une surveillance exhaustive et une réglementation complète […] qu'il est souhaitable de coordonner les mesures de réglementation fédérales et provinciales des marchés des capitaux. »

---

[342] L'avenir de la réglementation et le secteur bancaire du Canada en période de changement Allocution de Julie Dickson, Surintendante des institutions financières, Bureau du surintendant des institutions financières Canada (BSIF) Déjeuner-causerie de l'Association CFA Montréal Montréal (Québec), 27 octobre 2010 http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/docs/jd20101027.pdf

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

Les objectifs de la LSMC, tels qu'énoncés dans le préambule, sont atteints dans le cadre réglementaire actuel.

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

---

ANNEXE 1 – LISTE DES SIGLES

ACVM : Autorités canadiennes en valeurs mobilières (CSA)

ABCP : Asset backed commercial paper, voir PCAA

ABE : Autorité bancaire européenne

ACFM : Association canadienne des courtiers de fonds mutuels

ACP : Association canadienne des paiements

AIMA : Alternative Investment Management Association

AMF : Autorité des marchés financiers du Québec

AMF (France) : Autorité des marchés financiers de France

AND : Agence de notation désignée

APRA : Australian Prudential Regulation Authority

ASIC : Australian Securities and Investments Commission

BCE : Banque centrale européenne

BCSC : Commission des valeurs mobilières de Colombie Britannique

BOX : Boston Exchange Group

BRI : Banque des Règlements Internationaux

BSIF : Bureau du surintendant des institutions financières

CDCC : Corporation canadienne de compensation des produits dérivés

CDNX : Canadian Venture Exchange, acquise en 2001 par le TSX

CDPQ : Caisse de dépôt et placement du Québec

CC : Contrepartie centrale

CDS : The Canadian Depository for Securities, Service de dépôt et de compensation

CDSX : Système de compensation et de règlement des opérations opéré par CDS

CFG : Crise financière globale = Crise financière de 2007 et 2008

CLS : Continuous Linked Settlement Bank

CERS : Comité européen du risque systémique

CFR : Council of Financial Regulators - Australie

CSF : Conseil de stabilité financière

CVMO : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

DBRS : Dominion Bond Rating Service Limited

DTCC : Data Depositary (U.S.) LLC, Dépositaire central de titres

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

FSA : Financial Services Authority – Royaume-Uni

FCA : Financial Conduct Authority - Royaume -Uni

FMI : Fonds monétaire international

FNB : Fonds négociés en bourse, fonds cotés en bourse, ou en anglais Exchange Traded Fund ou ETF

FPC : Financial Policy Committee - Royaume -Uni

FRFI : Federally Regulated Financial Institution

FSOC : Financial Stability Oversight Council - États-Unis

G7 : Groupe des sept nations industrialisées (Allemagne, Canada, États-Unis, France, Italie, Japon et Royaume-Uni)

G20 : Groupe des vingt grandes économies (pays membres du G7 plus Afrique du Sud, Arabie saoudite, Argentine, Australie, Brésil, Chine, Corée du Sud, Inde, Indonésie, Mexique, Russie, Turquie et le pays assumant la présidence tournante de l'Union européenne)

IASB : International Accounting Standards Board

ISDA : International Swaps and Derivatives Association

IMF : Infrastructure de marché financier

INB : Intermédiaire non bancaires

LSMC : Loi sur la stabilité des marchés des capitaux

NRSRO : Nationally recognized statistical rating organization

NEX : Segment du TSX dédié aux émetteurs qui ne satisfont plus aux exigences du TSXV

OAR : Organisme d'autoréglementation

OCRCVM : Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (IIROC)

OCRMC : Organisme coopératif de réglementation res marchés de capitaux

OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO)

OPC : Organisme de placement collectif

OTCDWG : Canadian OTC Derivatives Working Group ; Groupe de travail canadien sur les dérivés hors cote

PCAA : Papier commercial adossé à des actifs = ABCP; asset-backed commercial paper

PIB : Produit intérieur brut

PRA : Prudential Regulation Authority of the Bank of England

PAPHA : Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés

RC : Référentiel central

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

---

RBA : Reserve Bank of Australia

REPO : (Repurchase agreement) marché des mises en pension

RNC : Règlement net continu

SACR : Système automatisé de de compensation et de règlement

SADC : Société d'assurance-dépôts du Canada

SEDAR : Système électronique de données, d'analyse et de recherche

SBP : Système bancaire parallèle

SCHL : Société canadienne d'hypothèque et de logement

SESF : Système européen de surveillance financière

SRT : Système de règlement de titres

STPGV : Système de transfert de paiements de grande valeur

S&P : Standard & Poor's

SEC : Securities and Exchange Commission

TAA : Titre adossé à des actifs

TGC : Titre garanti par des créances (CDO)

TH LNH : Titres hypothécaires émis en vertu de la Loi nationale sur l'habitation

TSX : Bourse de Toronto

TSXV : Bourse de croissance TSX

UE : Union Européenne

a) Rapport d'expert de M. Jean-Marc Suret, Une analyse de l'ébauche du projet fédéral de *Loi sur la stabilité des marchés de capitaux* sous l'angle du risque systémique

---

ANNEXE 2 – NOTES BIOGRAPHIQUES

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Jean-Marc Suret

Jean-Marc Suret est titulaire d'un doctorat en finance de l'Université Laval (Canada). Il se spécialise dans la finance d'entreprises, les politiques publiques et la réglementation des valeurs mobilières. Ses recherches portent en grande partie sur les problématiques canadiennes, principalement le financement des petites entreprises. Il a dirigé plusieurs projets de recherche sur l'équilibre entre la protection des investisseurs et le financement des petites entreprises. Il s'est intéressé en particulier aux premiers appels publics à l'épargne, au placement privé, aux sociétés de capital de démarrage, aux fusions inversées et aux placements périodiques de titres de participation au Canada et a consacré une publication entière à la Bourse de croissance TSX. Ses travaux ont également porté sur le phénomène de la cotation croisée et l'estimation du coût du capital dans un contexte canadien. Les politiques publiques relatives au financement des petites entreprises, notamment les incitatifs fiscaux, constituent un autre de ses champs de recherche.

Monsieur Suret a publié de nombreux articles dans des revues scientifiques telles que *Journal of Empirical Legal Studies, Journal of Business Venturing, Journal of Environmental Economics and Management, Contemporary Accounting Research, Small Business Economics, Journal of International Business Study, Venture Capital* et *Financial Review*. Il a également publié plusieurs études dans des revues thématiques, dont *Bulletin de droit économique, Canadian Tax Journal, Canadian Public Policy, Journal of Private Equity,Canadian Journal of Regional Science* et *Canadian Investment Review*. Il a également publié six chapitres de volume portant sur divers aspects des marchés des valeurs mobilières et du financement au Canada. Il a occupé le poste de directeur de l'École de comptabilité de l'Université Laval de 1999 à 2006 et est Fellow du CIRANO.

En 2009-2010, Monsieur Suret agit à titre d'expert dans le dossier des renvois en Cour d'appel du Québec, en Cour d'appel de l'Alberta et en Cour Suprême du Canada relatifs à la *Proposition concernant une loi canadienne intitulée Loi sur les valeurs mobilière*.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

JEAN-MARC SURET

Fellow CIRANO
Faculté des sciences de l'administration
Université Laval, Cité universitaire, Ste-Foy (Québec) G1V 0A6
Téléphone: (418) 656-7134, Téléc. : (418) 656-7746
Courriel : jean-marc.suret@fsa.ulaval.ca
Site Web: http://www3.fsa.ulaval.ca/suretjm/index.htm
Page SSRN : http://ssrn.com/author=102596

Langues parlées : Français, Anglais

ÉTUDES

Ph.D., Finance, Université Laval, 1982
MBA, Méthodes quantitatives, Université Laval, 1979

EXPÉRIENCE PROFESSIONNELLE

Depuis 1993	Fellow CIRANO, Centre Interuniversitaire en analyse des organisations.
Depuis 2006	Professeur titulaire, École de comptabilité, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval.
De 1999 à 2006	Directeur de l'École de comptabilité, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval.
1996-2015	Professeur invité, École Supérieure des Affaires de l'Université de Lille II, France.
De 1990 à 1999	Professeur titulaire, département de finance, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval.
De 1988 à 1990	Vice-doyen à la recherche, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval.
De 1982 à 1988	Professeur, département de finance, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval.
De 1980 à 1982	Professeur adjoint, département d'administration et d'économique, Université du Québec à Trois-Rivières.
De 1978 à 1980	Analyste, Confédération des Caisses Populaires Desjardins, Lévis.
De 1974 à 1977	Directeur, Société Nautique de Quiberon, Quiberon, 56, France.

PRIX ET DISTINCTIONS

Médaille de la recherche Faculté des sciences de l'administration, Université Laval : 2013, 2014, 2015.
Prix Hermès de la recherche Faculté des sciences de l'administration, Université Laval : 1995.
Professeur Honoré Association des étudiants gradués inscrits à l'Université Laval : 1994.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

INTÉRÊTS DE RECHERCHE

Finance entrepreneuriale : membre du Comité scientifique de la Chaire en entreprenariat et innovation, Faculté des sciences de l'administration, Université Laval, 2010, et membre associé du *European Center for Corporate Control Studies*, Lille, 2010.

Finance d'entreprises : structures financières, fiscalité, placement privé, émissions initiales.

Réglementation des valeurs mobilières

Financement des PMEs, politiques publiques, intervention de l'état dans les marchés financiers, , capital de risque.

Information comptable et marchés financiers, modèles d'évaluation, analyse financière.

EXPÉRIENCE D'ENSEIGNEMENT

Enseignement à caractère professionnel

Analyse des états financiers et gestion financière de la PME, programme de formation du Ministère de l'Industrie; Analyse des états financiers des entreprises, analyse des organismes sans but lucratif, analyse financière des dossiers personnels, analyse des projets d'exportation : formation dans les organismes gouvernementaux.

Ordre des CGA : Analyse financière et valeur ajoutée, Évaluation d'entreprises (1998-2002). Ordre des CA : Analyse financière, (2000-2003).

Enseignement universitaire

Finance de base (investissement, financement); Analyse financière (Formation CFA), Théorie financière (Maitrise et doctorat), Méthodologie de recherche, Évaluation des entreprises, Financement des entreprises technologiques, Finance entrepreneuriale.

EXPÉRIENCE EN RECHERCHE (depuis 1995)

Responsable de projet : *L'activité d'émission des émetteurs émergents au Québec : dimensions réglementaires, fiscales et institutionnelles*, Autorité des marchés financiers du Québec, 150 000 $, 2011-2014
Responsable de projet : *Le processus décisionnel des anges investisseurs*, Ministère des finances du Québec, 73 200 $, 2010-2011
Responsable de projet : *Les entreprises technologiques en démarrage font-elles face à des lacunes de financement par capitaux propres : une analyse des dossiers rejetés*, CRSH, subvention de recherche, Initiative de développement de la recherche, 35 656$, 2010-2012
Responsable de projet : *La connaissance financière des investisseurs québécois*, subvention de recherche, Autorité des marchés financiers du Québec, 74 788$, 2010-2011
Responsable de projet : *La connaissance financière des investisseurs québécois*, subvention de recherche, Ministère des finances du Québec, 40 160$, 2010-2011
Responsable de projet : *L'escompte canadien : un réexamen*, subvention de recherche, Ministère des finances du Québec, co-chercheur, 62 700$, 2010-2011

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Responsable de projet : *Les effets de l'allègement des conditions d'entrée en Bourse*, Fonds réservé de l'Autorité des marchés financiers, 64 000$, 2008-2009

Responsable de projet : *Les effets de l'allègement des conditions d'entrée en Bourse*, CRSH, 97 500$, 2008-2010

Responsable de projet : *Avis aux investisseurs Canadiens*, Contrat de recherche, Autorité des marchés financiers, 59 412$, 2007

Co-chercheur : *Protection des investisseurs et financement des petites entreprises : le dilemme de la réglementation des valeurs mobilières*, Initiative de développement de la recherche, CRSH, 25 000$, 2005-2006.

Responsable de projet : *Le placement privé,* Contrat de recherche, Autorité des marchés financiers, 80 000$, 2005 -2006.

Responsable de projet : *Le financement des entreprises : Problématique, solutions et recommandations,* Contrats de recherche du Ministère des finances du Québec et du Ministère du développement économique et régional, 300 000$, 2003.

Responsable de projet : *La problématique de la réglementation des valeurs mobilières au Canada,* Commission des valeurs mobilières du Québec, Contrat de recherche, 90 000$, 2002.

Contrat de recherche, 2002-2003, *Les émissions initiales au Canada: bilan, anomalies et dysfonctions*, CIRANO-Industrie Canada, 25000$.

Responsable de projet : *Deux études des émissions initiales canadiennes : Manipulation comptables lors des émissions initiales et Les sociétés de capital de développement (Capital Pools)*, Commission des valeurs mobilières du Québec, Contrat de recherche, 25 000$, 2002.

Co-chercheur: *New performance indicators in a knowledge-based economy*, subvention de recherche, CRSH, 1999-2003.

Co-chercheur : *Analyse des émissions initiales dans le domaine technologique*, contrat de recherche, Economic & Business Data, 2000.

Responsable de projet : *La mission et les objectifs des instituts et des centres affiliés : définitions, indicateurs et rapports d'activité*, Contrat de recherche, Ministère de la Santé et des services sociaux, 1999.

Responsable de projet : *Les besoins financiers des établissements désignés instituts universitaires ou centres affiliés dans le domaine de la santé sociale*, Contrat de recherche, ministère de la Santé et des Services sociaux, 1998.

Co-chercheur : *Les entreprises canadiennes, l'hostilité de l'environnement et le risque politique*, CRSH : Programme de subventions stratégiques, 1997-2000.

Responsable de projet *: Ensemble Virtuel de Formation en finance et création d'entreprises*, programmes de formations en administration et finance en Afrique de l'Ouest, ministère des Relations internationales du Québec, Agence universitaire francophone, 1999-2001.

Co-chercheur : Industrie Canada – CIRANO : programme de recherche : *Doing Business in the Knowledge-Based Economy: Facts and Policy Challenges.*

Co-directeur : Centre de Recherche en Économie et Finance Appliquées, Université Laval, 1997-1998.

Co-chercheur : *Les entreprises canadiennes, l'hostilité de l'environnement et le risque politique*, CRSH : Programme de subventions stratégiques, 1997-2000.

Responsable de projet : *Information comptable et efficience des marchés émergents*, CRSH : Programme de subventions stratégiques, 1996-1998.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Responsable de projets : *Le Régime d'épargne-actions du Québec : vue d'ensemble et évaluation* et *Le financement des entreprises canadiennes,* Industrie Canada et CIRANO, 1995-1996.

Co-chercheur : *Le Canada face aux marchés en émergence*, CRSH : Programme de subventions stratégiques, 1994-1997.

Responsable de projet : *Le risque politique : un modèle d'anticipations rationnelles et de sélection de portefeuille* CRSH, 1992-1994.

Responsable de projet : *Information comptable, incertitude et marchés financiers,* FCAR : Programme de soutien aux équipes de recherche,1992-1995.

Chercheur associé : *Information comptable et analyse financière dans un marché global,* CRSH : Programme de subventions stratégiques, 1992-1995.

Publications dans des revues scientifiques

Carpentier, C. and J.-M. Suret (2015). Angel Group Members' Decision Process and Rejection Criteria: A Longitudinal Analysis. Journal of Business Venturing, 30 (6): 808–821.

Carpentier, C. and J.-M. Suret, (2015) Stock Market and Deterrence Effect: a Mid-Run Analysis of Major Environmental and Non-Environmental Accidents, Journal of Environmental Economics and Management, 71 (1): 1-18

Carpentier, C. and J.-M. Suret, (2015) Canadian Business Angels' Perspectives on Exit : A Research Note, International Small Business Journal, vol. 33, 5: 582-593.

Cécile Carpentier and J.-M. Suret, (2014) Post-Investment Migration of Quebec Venture-capital-backed New Technology-based Firms. Canadian Journal of Regional Science 37 (13): 71-80.

Carpentier, C. and J.-M. Suret, Les incitatifs fiscaux dédiés aux anges investisseurs, *Canadian Tax Journal*, 61 (1) 2013: 79-157

Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret, Private Investment in Small Public Entities. *Small Business Economics* 41 (1) 2013: 149-168.

Carpentier, C., D. Cumming and J.-M. Suret, The Value of Capital Market Regulation: IPOs versus Reverse Mergers, *Journal of Empirical Legal Studies* 9 (1) 2012: 56-91.

Carpentier, C., and J.-M. Suret, Entrepreneurial Equity Financing and Securities Regulation: An Empirical Analysis, *International Small Business Journal*, 30 (1) 2012: 41 – 64.

Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret, Seasoned Equity Offerings by Small and Medium Sized Enterprises, *Small Business Economics* 38 (4) 2012: 449-465

Carpentier, C. and J.-M. Suret, Le coût du capital entrepreneurial. *Revue internationale PME* 24, (3-4) 2011 103-136.

Cumming D. and J-M. Suret. Entrepreneurial Finance and Venture Capital Markets: Introduction, *European Financial Management*, June 2011: 420-422, 2011.

Carpentier, C., and J.-M. Suret, The Survival and Success of Canadian Penny Stock IPOs, *Small Business Economics* 36 (1) 2011: 101-121

Suret, J.-M. (2010). Le financement des entreprises en démarrage et en croissance : le point de la situation. *L'Actualité Économique* 86 (3) 2010 : 385-411.

Carpentier, C. and J.-M. Suret The Canadian Public Venture Capital Market. *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance,* 19 (7-8) 2010 : 303-323, 2010.

Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret. Stock Exchange Markets for New Ventures. *Journal of Business Venturing* 25 (4) 2010: 403-422.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret, On the Competitiveness of the Canadian Stock Market, *Banking & Finance Law Review,* 24 (2) 2009.

Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret, Does Securities Regulation Constrain Small Business Finance? An Empirical Analysis, *Small Business Economics*, 31(4) 2008: 363-377.

Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret Competition and Survival Among Stock Exchanges : Some Lessons from Canada, *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 11 (2) 2008: 255-286.

Carpentier, C. et J.-M. Suret, On the Usefulness of Tax Incentives for Informal Investors, *Venture Capital* 9 (1) 2007: 1-22.

Carpentier, C. and J.M. Suret, Création et financement des entreprises technologiques: les leçons du modèle israélien, *Actualité Économique*, 82 (3) 2006 : 419-438 .

Carpentier, C. and J.M. Suret, Some Evidence of the External Financing Costs of New Technology-based Firms in Canada, *Venture Capital* 8 (2) 2006, 227-252.

Carpentier, C. and J.M. Suret, The Quebec Stock Saving Plan : A Tax Expenditure Analysis, *Canadian Tax Journal* 54 (1), 142-166, mars 2006.

Carpentier, C. and J.M. Suret, Bypassing the Financial Growth Cycle: Evidence from Capital Pool Companies, *Journal of Business Venturing* 21 (1), 2006, 45-73

Coën, A., A. Desfleurs, J-F. L'Her et J-M Suret, Another Look at Factors Explaining Quality of Financial Analysts Forecasts: Evidence from the Asian emerging Markets, *Journal of Multinational Financial Management* 15 (4/5), 2005, 414-434.

L'Her, J-F, T. Masmoudi et J-M. Suret, Evidence to Support the Four-factor Pricing Model From the Canadian Stock Market , *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, (14,4), 2004, 313-329, résumé dans *CFA Digest*, 2005, (35,1), 37-38.

Kooli, M. et J-M. Suret, The Aftermaket Performance of Initial Public Offerings in Canada , *Journal of Multinational Financial Management* 14 (1), 2004, 47-66.

Carpentier, C. et J-M Suret, The Canadian and American Financial Systems: Competition and Regulation, *Canadian Public Policy* 29 (4), 2003, 431-447

Levasseur, M., J.-F. L'Her et J.-M. Suret, Anticipations hétérogènes et rendements boursiers : le cas du marché français , *Finance* 23 (1), 2002, 52-75. Prix du meilleur article publié dans la revue Finance en 2002.

Carpentier, C. et J.-M. Suret, Pratique et théories du financement : le cas de la France , *Finance* 21 (1), juin 2000, 3-34.

Suret, J.-M., Le commerce électronique et le secteur financier , dans P. Lagadec, *Ruptures créatrices*, Éditions d'Organisation, Paris, 2000, 215-236.

Roy, J. et J.-M. Suret, A Neural Network Classification of Stocks Markets , *Selected International Investment Portfolios*, éd. par J.C. Baker, Elsevier Pub., 1998, 27-40.

Suret, J.-M., C. Morrill et J. Morrill, Availability and Accuracy of Accounting and Financial Data in Emerging Markets: the Case of Malaysia , *Asia-Pacific Journal of Accounting* 5 (1), juin 1998, 76-94.

Suret, J.-M. et J.-F. L'Her, The Evolving Capital Structure of Large Canadian Firms , *Financing Growth in Canada*, P. Halpern ed., University of Calgary Press, 1997, 523-574.

Labelle, R., J.-F. L'Her et J.-M. Suret, Industrial or Environmental Crises and Earnings Management , *Management* 7 (2), septembre 1997, 49-57.

Suret, J.-M. et É. Cormier, The Quebec Stock Savings Plan: Overview and Assessment , *Financing Growth in Canada*, P. Halpern ed., University of Calgary Press, 1997, 585-623.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Suret, J.-M. et J.-F. L'Her, Liberalization, Political Risk and Stock Market Returns in Emerging Markets , *The Journal of International Finance*, édition spéciale sur les Emerging Markets 4 (2), 1996, 135-148.

L'Her, J.-F. et J.-M. Suret, Consensus, Dispersion and Security Prices , *Contemporary Accounting Research* 13 (1), printemps 1996, 209-227.

L'Her, J.-F. et J.-M. Suret, Consensus, dispersion et prix des titres , *Contemporary Accounting Research* 13 (1), printemps 1996, 229-249.

Guay, R., J.-F. L'Her et J.-M. Suret, Anomalies de marché, indicateurs macroéconomiques et rendement des titres des marchés émergents d'Asie , *Actualité Économique*, déc.1995.

L'Her, J.-F. et J.-M. Suret, Heterogeneous Expectations, Short Sales and the Risk-Return Relationship , *The Financial Review*, 30 (4) 1995: 637–662.

Suret, J.-M. et L. Arnoux, Origines, formes et importance du capital de risque direct : un survol international , *Revue Internationale PME* 8 (3-4), 1995, 233-258.

Suret, J.-M. et L. Arnoux, Capitalisation des entreprises québécoises : évolution et état de la situation , *Revue Internationale PME* 8 (3-4), 1995, 166-179.

Suret, J.-M., et L. Arnoux, Le capital informel au Québec, Monographie , *Conseil de la science et de la technologie du Québec*, 1995, 82 pages.

Cosset, J.-C. et J.-M. Suret, Political risk and the Benefits of International Diversification , *Journal of International Business Study*, deuxième trimestre, 1995, 301-318.

Gagnon, J.-M., J. Saint-Pierre et J.-M. Suret, L'abaissement du coût du capital , *Les défis de la compétitivité*, A. Martel et M. Oral (éd.), Montréal, Publi-Relai, 1995, 179-203.

Suret, J.-M., Analyse et bilan de deux programmes d'encadrement financier du développement , *L'efficacité des organisations et la compétitivité*, Association des économistes québécois, Montréal, 1994, 181-200.

Suret, J.-M., Le Gouvernement du Québec et le financement des entreprises : les mauvaises réponses à un faux problème , *L'État interventionniste*, P. Palda (éd.), Vancouver: The Fraser Institute, 1994, 113-168.

Suret, J.-M., Un bilan des initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises , *Actualité Économique*, juin 1993, 17-40.

Suret, J.-M. et T. Pauchant, La réaction du prix des actions aux crises industrielles majeures , *Finance*, 13 (2), décembre 1992, 53-86.

Chrisman H.H. et J.-M. Suret, Avantages et limites de la diversification internationale : le point de vue canadien , *FINECO* 2.2, 1992, 117-132.

Suret, J.-M., É. Cormier et J. Roy, Un système-expert de choix d'actions , *FINECO* 1 (1), 1991, 39-56.

Suret, J.-M., T. Pauchant et M. Desnoyers, Prévention et marchés financiers , *Risques : Les Cahiers de l'Assurance* 1 (4), janvier 1991, 139-151.

Gagnon, J.-M. et J.-M. Suret, Taxes and Ex-Dividend Day Behavior: An Evaluation , *Journal of Financial Research* 14 (3), automne 1991, 255-262.

Suret, J.-M., Scale and Scope Economies in the Canadian Property and Liability Insurance Industry , *The Geneva Papers on Risk and Insurance* 16 (59), avril 1991, 71-91.

L'Her, J.-F. et J.-M. Suret, The Reaction of Canadian Securities to Revisions of Earnings Forecasts , *Contemporary Accounting Research* 7 (2), 1991, 378-406.

Suret, J.-M. et J.-F. L'Her, La réaction des prix des titres canadiens aux changements dans les prévisions de bénéfices comptables , *Contemporary Accounting Research* 7(2), 1991, 347-377.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Suret J.-M. et J.-M. Gagnon, Taux implicite d'impôt et détachement du dividende , *Actualité Économique*, décembre 1991.
L'Her J.-F. et J.-M. Suret, Hétérogénéité des anticipations, ventes à découvert et prix des titres *Finance*,12 (1), juin 1991, 127-158.
Suret, J.-M., L'endettement des PME québécoises : le point de la situation , *Revue Internationale de Gestion des Petites et Moyennes Organisations* 6 (1), 1991, 3-8.
Suret, J.-M. et É. Cormier, Les indices de confiance des initiés et la sélection des titres au Canada , *Finance* 8 (2), décembre 1990, 111-135.
Suret, J.-M. et H.H. Chrisman, Some Evidence on the Gains to International Diversification for Canadian Investors , *Asia Pacific Journal of Management* 7, 1990, 109-131.
Suret, J.-M., Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises : le point de vue des investisseurs , *Canadian Public Policy* 16 (3), septembre 1990, 239-251.
Suret, J.-M., É. Cormier et B. Lemay, La sous-évaluation initiale du prix des actions canadiennes *Canadian Journal of Administrative Sciences* 7 (3), septembre 1990, 47-56.
Suret, J.-M. et J.-M. Gagnon, Coûts d'agence, fiscalité et PME : aspects théoriques et tests empiriques , *Revue Internationale de Gestion des Petites et Moyennes Organisations* 5 (2), 1990 : 28-38.
Roy, J. et J.-M. Suret, SAAC: Un système d'aide à l'analyse en crédit commercial , *Intelligence artificielle et sciences cognitives* 1 (8), février 1989, 46-51.
Suret, J.-M. et J.-M. Gagnon, The Canadian Tax Reform and Dividends, A Reexamination , *Finance* 10 (2), 1989, 27-49.
Gagnon, J.-M. et J.-M. Suret, Tax Rules and Corporate Financing: A Canadian Perspective , *Canadian Journal of Administrative Sciences* 5 (1), mars 1988, 36-46.
Gagnon, J.-M., J.-M. Suret et J. St-Pierre, Asymétrie, fiscalité et endettement du Canada , *Finance* 8 (1), juin 1987, 75-103.
St-Pierre, J. et J.-M. Suret, Note sur les PME et le développement économique , *Revue Internationale de Gestion des Petites et Moyennes Organisations* 1 (6), 1986, 46-48.
St-Pierre J. et J.-M. Suret, Note sur les déterminants de l'importance relative des PME , *Revue Internationale de Gestion des Petites et Moyennes Organisations* 1 (6), 1986, 49-51.
Suret, J.-M., Facteurs explicatifs des structures financières des PME québécoises , *Actualité Économique* 60 (1), mars 1984, 59-71.

Volumes et chapitres de volumes

Carpentier, C., and J.-M. Suret, The Effectiveness of Tax Incentives for Business Angels, *The Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3 Business Angels*, C. Mason and L. Landstrom, Forthcoming 2015
Carpentier, C., J.-F. L'Her and J.-M. Suret The Costs of Issuing Private versus Public Equity for Entrepreneurial Ventures. *The Oxford Handbook of Private Equity*. D Cumming ed., Oxford University Press 2012.Chap 20.
Carpentier, C., and J.-M. Suret, *Les défis du financement externe de la PME*, dans Droit *des PMEs*, sous la direction de Charlaine Bouchard, Éditions Yvon Blais, 2011.
Carpentier, C. and J.-M. Suret The Canadian Public Venture Capital Market. *Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies*. D. Cumming ed., Wiley 2010, 501-524
Carpentier, C. and J.-M. Suret Private Placements by Small Public Entities: Canadian Experience. In *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*. D. Cumming ed, Wiley 2010, 129-152.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Suret, J.-M., É. Cormier et J. Roy, Système-expert appliqué à la sélection des titres boursiers , dans *L'Economique et l'intelligence artificielle*, P. Bourgines et B. Walliser ed., Association Française de Cybernétique Economique et Technique, Paris, 1990, 227-232.

Suret, J.-M., C. Carpentier et J.-F. L'Her, The Cost of Capital of Knowledge Based Canadian Companies , *Doing Business in the Knowledge based Economy*, éd. par Lefebvre, Lefebvre et Monnen, Kluwer Pub, décembre 2000.

L'Her J.-F. et J.-M. Suret, *Analyse financière et valeur ajoutée* , Guérin Éd. et Ordre des CGA, Montréal, 1998, 196 p.

Roy, J. and J.-M. Suret, A Clever Screening System for Commercial Loan Application , *Expert Systems in Economics, Banking and Management*, L.F. Pau & al. eds., North Holland, 1989, 35-41.

St-Pierre, J. et J.-M. Suret, Endettement de la PME: état de la situation et rôle de la fiscalité , monographie, *The Institute for Research on Public Policy*, 1987, 164 pages.

Publications à caractère professionnel

Suret, J-M. et C. Carpentier, L'escompte canadien dans le débat sur la structure de la réglementation des valeurs mobilières, Bulletin de droit économique, 1, 2, 2010, 5-12.

Suret, J-M. et C. Carpentier, Proposition de commission unique : l'argument des coûts directs pour les émetteurs, Bulletin de droit économique, 1, 2, 2010, 14-20.

Carpentier, C., J-F. L'Her et J-M. Suret, Canadian Private Equity: Nature and Evolution, *The Journal of Private Equity* 9 (5) 2006, 48-58

Carpentier, C., J-F. L'Her et J-M. Suret, PIPEs : A Canadian Perspective, *Journal of Private Equity* 8 (4), 2005, 41-49.

Carpentier, C. and J.-M. Suret. Les Small Business Investment Companies : Analyse et enseignements. *La Revue du Financier,* mars-avril 2007, 41-57

Carpentier, C. and J.M. Suret, De la fiscalité comme outil de financement des entreprises canadiennes, *Gestion 2000* (5) 2006, 137-150.

Kooli, M. et J-M. Suret How cost-effective are Canadian IPO markets, *Canadian Investment Review* 16 (4), 2003, 20-28.

Calvet, A.L., J.-F. L'Her et J.-M. Suret, La finance d'entreprise moderne, *Gestion* 25 (1), Numéro spécial : la finance d'entreprise moderne, automne 2000, 13-17.

Carpentier, C. et J.-M. Suret, L'évaluation des sociétés fermées : Pratiques et théories, *Gestion* 25 (1), Numéro spécial : La finance d'entreprise moderne, automne 2000, 70-77.

Kooli M., J-F L'Her and J-M Suret, Do IPOs Really Underperform in the Long-Run: New Evidence from Canadian Market *The Journal of Private Equity* 9,(4) 2006, 48-58, résumé dans *CFA Digest* 35 (1) 2007, 37-38

Coën, A., A. Desfleurs et J-M Suret De la crise asiatique et de la performance des analystes financiers sur les marchés émergents d'Asie Pacifique *Revue Banque & Marché*, juillet-août 2004

L'Her J.-F., T. Masmoudi et J.-M. Suret, Effets taille et book-to-market au Canada, *Revue canadienne d'investissement*, été 2002, 6-10.

Fischer, K.P., J.-M. Suret et P. Lemieux, Are Canadian Pension Funds Underdiversified Internationally? *Canadian Investment Review* 5, hiver 1992, 23-30.

Suret, J.-M., Le comportement financier des compagnies canadiennes : situation et évolution , *Risques: Les Cahiers de l'Assurance* 1 (3), décembre 1990, 146-158.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

Suret, J.-M. et É. Cormier, Using Insiders' Confidence Indices to Pick Winning Stocks , *Canadian Investment Review* 3 (2), 1990, 87-90.

Suret, J.-M. et É. Cormier, Le comportement financier des compagnies d'assurances, *Risques : Les Cahiers de l'Assura*nce 1 (1), printemps 1990, 107-122.

Principaux rapports de recherche en valeurs mobilières (depuis 1995)

Carpentier, C. and J.-M. Suret (2015). Le RÉA et les émissions initiales au Québec. Rapport de projet préparé pour l'Autorité des marchés financiers du Québec

Carpentier, C. and J.-M. Suret (2015). Rendement et risque des opérations de financement au Canada. Rapport de projet préparé pour l'Autorité des marchés financiers du Québec 30 juin 2015

Suret J-M. Les mesures de protection contre les prises de contrôle, rapport de recherche remis au Ministère des finances, en appui aux travaux du Groupe de travail sur la protection des entreprises québécoises, septembre 2013. http://www.groupes.finances.gouv.qc.ca/GTPEQ/Documents/ATP%20Rapport%20Suret.pdf

Carpentier, C et J-M Suret (2013). La sortie du capital de risque et l'émission initiale: le point de vue des investisseurs privés. Rapport de de projet préparé pour l'Autorité des marchés financiers du Québec, avril, 29p.

Carpentier, C. et J-M. Suret (2012). L'évolution des émissions initiales : analyse et explications. Rapport de recherche préparé pour l'Autorité des marchés financiers du Québec, Octobre, 51 p., disponible à : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/fonds-education-saine-gouvernance/valeurs-mob/sc-1139-rapport-recherche.pdf.

Carpentier, C. et J-M. Suret (2012). La migration des sociétés technologiques émergentes canadiennes : une analyse exploratoire. Rapport de recherche préparé pour l'Autorité des marchés financiers du Québec, Décembre, 69 p.

Carpentier, C. and J.-M. Suret (2011). Connaissance financière et rationalité des investisseurs : une étude canadienne. Rapport de recherche disponible à : http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/fonds-education-saine-gouvernance/finances-perso/CS_Connaissance-rationalite-2011_09_01.pdf

Suret, J.-M. (2010). Economic Arguments, Systemic Risk and Securities Regulation in Canada. Rapport d'expertise préparé pour l'AMF et l'Alberta Securities Commission , 27 Octobre

Suret J-M. and C. Carpentier, *Single Regulation in Canada: Re-Examination of Arguments in Support of a Single Securities Commission*, Rapport d'expertise préparé pour l'AMF et l'Alberta Securities Commission, 148 pages, 23 juin .

Suret, J-M. et C. Carpentier, *Proposal for a Single Securities Commission: Comments and Discussion*, Rapport de recherche préparé pour l'AMF, Septembre 2007

Suret, J.M. and C. Carpentier, Securities Regulation in Canada, CIRANO and Commission des valeurs mobilières du Québec, Working Paper, July 2003, ISBN 2-550-41271-0, 202p, disponible à: www.cvmq.com/en/publi/Securities Regulation in Canada 3.pdf

Carpentier, C., Kooli, M. et J.M. Suret, Primary Issues in Canada: Status, Flaws and Dysfunctions, Research paper prepared for the Small Business Policy Branch as part of the Small and Medium-sized Enterprise Financing Data initiative, Industrie Canada, April 2003, 65p. http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwGeneratedInterE/rd00530e.html

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

CONFÉRENCES (depuis 1995)

Démocratisation du financement: promesses et limite, Conférencier invité Colloque : Encadrement des activités financières: tendances et défis, Bourse TMX Montréal 26 sept. 2014

IPO Value, Association Française de Comptabilité, Lille, France Mai 2014

Auditors in the Risky World of Penny Stock IPOs, Association Française de Comptabilité, Lille, France Mai 2014

Stock Market and Deterrence Effect: a Long-Run Analysis of Major Environmental and Non-Environmental Disasters IRIAF, Poitiers, Juin 2014

Graduation vs. IPO : l'effet des marchés juniors, Séminaire de recherche, Skema, Lille, 3-03-2013

Entrepreneurs' experience and angels' decision process: a longitudinal analysis, Jeudi de la recherche, Audencia Nantes, 6-06-2013

Coût du capital et évaluation Conférence de l'association des experts en évaluation (CEEE), Québec 23 oct. 2012

Business Angels and Public Policy, NACO conference, Halifax (sur invitation), 24-26 oct. 2012

Stock Market and Corporate Social Responsibility: a Long-Run Analysis of the Major Industrial Crises , AFFI 2012, Strasbourg, mai 2012, Congrès RIODD 2012, Audencia Nantes, mai 2012, Séminaire CREM "Finance"'IGR/IAE de Rennes, juin 2012, International Symposium on Money, Banking and Finance, Nantes, Juin 2012.

Connaissance et rationalité des investisseurs canadiens, Conférencier invité, Assemblée générale du CFIC, Montréal, 7 septembre 2011

The Valuation Effect *of Listing Standards,* Séminaire de l'école de comptabilité, 10 décembre 2010, Université Laval

Public Policy Support for the Informal Venture Capital : 13th Annual McGill Conference on International Entrepreneurship September 17, 2010, McGill University

The Valuation Effect of Listing Standards: An Analysis of Venture Capital-Backed IPOs, Entrepreneurial Finance *and Venture Capital,* European Financial Management – CIRANO symposium, April 2010, Montréal and Société Canadienne de sciences économiques, Québec, mai 2010

The Value of Capital Market Regulation: IPO versus reverse Mergers, AFFI International Conference, Brest, 13-15 mai 2009.

Commission unique des valeurs mobilières: Analyse des principaux arguments, Association des économistes du Québec, Ottawa, 5 mars 2009.

Early Access to the Stock Market: an Analysis of Reverse Merger Listings, Canadian Law and Economic Association conference, Toronto, septembre 2008.

The value of Capital market regulation and auditing: IPOs versus Reverse Mergers, Conference on Empirical Legal Studies, Cornell University, 12-13 septembre 2008

*Does Cross-Listing Reduce the Cost of Equity?*AFFI International Conference, Lille, 20-22 mai 2008 and FMA European Conference, June 2008, Prague, Czech Republic.

Le financement des entreprises et les politiques publiques : questions et paradoxes, Workshop on: Small Business and Public Policies, CIRANO, Montréal. 1er Mai 2008 et Comité de placement de Capital de risque Desjardins, 23 février 2008.

Seasoned Equity Offerings, Investment Risk and Financial Constraint, Finance Seminar, York University, mars 2008.

Competition and Survival of Stock Exchanges: Lessons from Canada, Canadian Law and Economic Association conference, Toronto, septembre 2007.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

The Long-Run Performance of Private vs. Public Equity Offerings, Paris International meeting on Finance, décembre 2006.
Lessons from the Capital Pool Program, European Congress of the Financial Management Association, Sienne, Italie, Juin 2005.
Les coûts et conditions d'accès au capital des sociétés technologiques, Mémoire présenté au Comité *Sénatorial* permanent des banques et du commerce, Ottawa, 8 mai 2005.
Securities Regulation and Small Business Finance, Council of Securities Regulators of the Americas, Quito, Equateur, 17 mars 2005.
Canadian Securities Regulation Challenges, 2nd International Financial Research Forum, Europlace Institute of Finance, Paris, 1er Juillet 2004.
Bypassing the financial growth cycle: Evidence from Capital Pool Companies, International Business Banking & Finance Conference, University of the West Indies, Trinidad, avril 2004.
*Le rôle du Gouvernement Québecois dans le capital de risqu*e, mémoire présenté en commission parlementaire, mars 2004.
Canadian Securities Regulation, présentation devant le Comité Canadien des ministres responsables des valeurs mobilières, Montréal, 7 juillet 2003.
Public Financing of Knowledge-based Firms: Facts and Policy Challenges, CRSH : Challenges and Opportunities of a Knowledge Based Economy, 10 et 11 mai 2002, St John, Terre-Neuve.
Providing Capital to New Technological Firms, Symposium: Implications of the Information Technology Revolution for Financial Services, Toronto, 6 au 8 mars 2002.
The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Canada, Congrès de l'Association Française de finance, Namur, juin 2001;
The Accuracy of Financial Analysts Forecasts in Emerging Markets, CGA Accounting Research Conference, University of Manitoba, septembre 1999 (sur invitation).
L'évolution de l'endettement des entreprises en France, Congrès de l'Association Française de finance, Aix en Provence, juin 1999.
The Cost of Capital of the Knowledge Based Industries, Ajustement des firmes à l'économie basée sur le savoir, Industrie Canada et CIRANO, Mont-Tremblant, septembre 1998.
Anticipations hétérogènes et rendements boursiers : le cas du marché français, Conférence Internationale de Finance, Grenoble, juin 1997,.
Liberalization, Political Risk and Stock Market Returns in Emerging Markets, : Développement et Croissance des Marchés financiers, Forum International pour le développement, Marrakech, Mai 1997.
The Informational Efficiency of Emerging Stock Markets, Great Expectation: the I/B/E/S 25th Anniversary Conference, New York, 9 et 10 septembre 1996.
*Évolution du financement des grandes entreprises canadienne*s, Conférence sur les enjeux des marchés financiers, Toronto, 31 janvier et 1er février 1996.
*Le Régime d'épargne-actions du Québec : vue d'ensemble et évaluatio*n, Conférence sur les enjeux des marchés financiers, Toronto, 31 janvier et 1er février 1996,
The Informational Efficiency of Emerging Stock Markets, International Meeting of the International Trade and Finance Association, San José Costa-Rica, mai 1995.

DIRECTION DES ÉTUDIANTS DE DEUXIÈME ET TROISIÈME CYCLE

Essais et mémoires de maîtrise déposés ou terminés (depuis 1995)

R. Pan : *Rationalité et connaissance des investisseurs individuels*
J. Barbier : *Gestion indicielle vs active* (2010)

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

F. Pohier : *Opérations de management buy-out* (2011)
L. Duplouy : *Reprivatisations de sociétés ouvertes* (2010)
M. Bruder : *Redressements et stratégies d'investissement* (2008)
N. Ros : *Les effets des redressements sur les rendements des actions* (2008)
C. Lillet : *Les effets de la fiscalité sur l'offre et la demande de capital de risque*(2007)
B. Radigeau *Comparaison des modèles d'évaluation* (2007)
A. Couthouis *L'évaluation des régimes d'options offerts aux dirigeants* (2007)
S. Houas *L'encadrement de la demande de financement* (2007)
P. Adouko : *Les méthodes alternatives d'entrée en Bourse*(2007)
B. Malch : *La performance des entrées en Bourse par prise de contrôle inversées* (2006)
R. Romain Initiés *et placements privés dans les sociétés ouvertes* (2006)
G. Tremblay : *Fiscalité et capital de risque* (2006)
M. le Bras Les cycles de marché des émissions initiales au Canada (2006)
J. Dubé *Une évaluation des incubateurs d'entreprises* 2006
J. Flandrin : *Rationalité des marchés et valeurs Internet* 2006
P. Couture, *Les effets de Sarbanes-Oxley sur les coûts de vérification*
R. Renaux : *Initiés et placements privés des sociétés ouvertes*, 2005
K. Balde *Les crises industrielles majeures* (2005)
B Ngossou : *Modèles d'évaluation par les frontières stochastiques,* 2005
M. Brizard, *Escompte de placement privés et liquidité,* 2005
C. Meyblun : *Private Investment in Public Equity : Contexte et performance,*2005
O. Jaziri : *Les indices de transparences des sociétés canadiennes,* 2004
S. Goudou : *Le coût du capital demandé par les Sociétés de capital de risque,* 2004
S. Vallez : *Les effets de la réglementation 45-510 du placement privé,* 2004
S. Hajji : *Manipulations comptables des émissions initiales,* 2004
L. Iluta : *Analyse bénéfice coût du FSTQ,* 2003
N. Mamonie : *Montage financier d'une entreprise technologique en démarrage*, 2002
S. Parent : *Financement d'une société technologique en démarrage*, 2002
V. Morant : *Les émissions initiales virtuelles*, 2001.
M. Biervoye : *Le SYSCOA : système européen ou anglo-saxon?,* 2000.
P. Deschesnes : *Critères de changement de gestionnaire institutionnel*, 2000.
C. K. Skalli : *Validité de la méthode d'évaluation par les comparables*, 2000.
P. Lapointe : *Détention des investisseurs institutionnels et performance des entreprises*, 2000.
M. Cordier : *L'évaluation des entreprises de haute technologie*, 1999.
N. Salko : *L'évaluation des entreprises par la méthode des taux de capitalisation*, 1999.
G. Gigy : *L'utilisation du ratio-cible d'endettement par les entreprises canadiennes*, 1999.
C. Poirier : *L'allocation d'actif par la méthode du Downside risk*, 1998.
P.Corsilli : *Le coût du capital des entreprises technologiques*, 1998.
C. Aabrouche : *Les choix de financement des entreprises de Malaisie*, 1997.
A. Meija : *L'information comptable au Mexique: évaluation et comparaisons*, 1997.
S. Julien : *Structures de financement des entreprises des marchés émergents*, 1996.

b) Curriculum vitae de M. Jean-Marc Suret

M. Caron : *Sélection des actions dans les marchés émergents*, 1995.
V. Girard : E*xplication et prévision des périodes d'hyper rendement*, 1995.
H. Dantec : C*lassification des marchés boursiers mondiaux: le cas des marchés émergents*, 1995.

Thèses de Doctorat (directions et codirections)
A. Desfleurs : *L'efficience informationnelle des marchés émergents,* 2004
M. Kooli *: Les émissions initiales au Canada,* 2001.
E. Aménounvé : *Anomalies de marché et conditions économiques: une approche globale à la prédiction des rendements boursiers,* 1995.
J.-F. L'Her : *Hétérogénéité des anticipations et prix des titres,* 1992.
A. Bouazza : *Le Rôle de la Bourse de Casablanca dans le financement des entreprises,* codirection, Université Mohamed V, Rabat.
Salwa Bahyaoui : *Le coût du capital dans les marchés en émergence : comparaisons internationale,* codirection, Université Mohamed V, Rabat.
Meriem Obada : *Les modalités des privatisations et le développement des marchés boursiers,* codirection, Université Mohamed V, Rabat.

AUTRES ACTIVITÉS (depuis 1995)

Membre du Comité Consultatif sur la réglementation des PME de l'AMF, depuis septembre 2011.
Membre du Comité d'examen du programme de recherches Savoir, Conseil canadien de recherche en sciences humaines du Canada, 2011
Co-organisateur du symposium *Entrepreneurial Finance and Venture Capital Markets*, CIRANO & European Financial Management, Montréal, 15-17 avril 2010.
Membre du Comité scientifique du congrès de l'Association Française de Finance, 2008 (Lille), 2009 (Brest), 2011 (Montpellier).
Membre du Comité d'examen du programme de recherches stratégiques : *La mondialisation de l'économie,* Conseil canadien de recherche en sciences humaines du Canada, 1996.
Évaluateur pour les revues : *Journal of Banking and Finance, Finance*, *Revue canadienne des sciences de l'administration, l'Actualité Économique, Asia Pacific Journal of Management, Contemporary Accounting Research, Journal of Empirical Finance*, *Journal of Business Venturing, Journal of Business Finance & Accounting*, le fonds FCAR, le CRSH.
Rapports d'évaluation, diverses entreprises des secteurs technologiques et conventionnels. Évaluation de la valeur de la transaction, rapport d'expertise réalisé pour le CRTC dans la cadre de la préparation des audiences relatives à la transaction Québécor-Vidéotron*,* mars 2001.

24/11/2014

Onglet 24

Gouvernement du Québec
Ministère des Affaires intergouvernementales

Québec, le 18 mars 1982

Monsieur Claude Gaulin
Service de la gestion des documents
Ministère des Affaires intergouvernementales
Québec, Qué.

objet: pêcheries

Cher collègue,

Veuillez trouver ci-inclus:

1. document intitulé «ARRÊTÉ EN CONSEIL PRIVÉ DU 13 FÉVRIER 1922, C.P. 360, RELATIVEMENT À L'ADMINISTRATION DES PÊCHERIES»;

1922-1

2. A.C. 307, adopté par le lieutenant-gouverneur en conseil du Québec, le 18 février 1922, lequel constitue l'acceptation des dispositions prises par le gouvernement du Canada dans le premier document.

Ces deux documents constituent une entente de 1922 sur l'administration des pêcheries entre le gouvernement du Canada et le gouvernement du Québec.

Seriez-vous assez aimable de me faire connaître le numéro d'ordre que vous donnerez à ces documents?

Votre tout dévoué.

ANDRÉ DUVAL
Conseiller aux ententes intergouvernementales

/cah
p.j.

1225, Place Georges V, Québec G1R 4Z7

COPIE

ARRETE EN CONSEIL PRIVE DU 13 FEVRIER 1922,
C.P. 360, RELATIVEMENT A L'ADMINISTRATION DES PECHERIES.

The Committee of the Privy Council have had before them a report, dated 13th February, 1922, from the Minister of Marine and Fisheries, submitting as follows, with reference to a Minute of Council of April 13th, 1921, (P.C.1246) authorizing the Minister of Marine and Fisheries to undertake the administration of the fisheries in the tidal and navigable water of Quebec that are accessible by way of navigation from the sea;

1. That following such authority, the Department of Marine and Fisheries undertook the administration of the fisheries in all the aforementioned waters, and allowed no one to fish therein, in a fishery in which licenses were required, without first procuring a license from it;

2. That as under the Privy Council Decision of November 30th, 1920, the Province has the exclusive power to grant the right to fix engines to the soil, where the soil is vested in the Crown in the right of the Province, so far as such engines and the affixing of them do not interfere with the right of the public to fish or prevent the regulation of the right of fishing by private persons without the aid of such engines, and as most of the licensed fishing in the Province of Quebec is done by means of engines that are attached to the soil, the Provincial authorities during the past season refused to allow anyone to fish with appliances attached to the soil where it claimed the ownership of the soil without first procuring a license from them authorizing the use of such fishing engines.

Thus the fishermen, through no fault of their own, were placed in the position of having to procure two licenses and pay two sets of fees before they could engage in fishing. Also under such conditions should it happen at any place that a fisherman who had procured a license from the Federal authorities were refused one from the Provincial authorities, or vice versa, he would be unable to fish and no fishing could go on at that place.

This

This dual jurisdiction also required dual expenditure in the administration of the fisheries, as each authority found it necessary to maintain a staff of fishery officers.

The Minister states that with a view to putting an end to such an undesirable state of affairs, he arranged for a conference with representatives of the Provincial Government, and to that end the Minister of Colonization, Mines and Fisheries and the Deputy Attorney General for the Province of Quebec came to Ottawa, and on the 13th February instant the Minister discussed the whole matter with them. At this Conference it developed that the Provincial authorities, in view of their interest in the river fisheries, and of the necessity for their maintaining a staff of officers for the proper administration and protection of these fisheries, are prepared to undertake, under proper regulation by the Federal Government as to conditions under which such fishing may be carried on, the responsibility for the administration of all the coastal fisheries of the Province as well, with the exception of those about the Magdalen Islands.

The Provincial authorities are also prepared to undertake the operation of the two fish hatcheries that the Department of Marine and Fisheries is maintaining in Quebec for the development of the salmon fisheries there.

In view of the important saving that would be involved to the Federal Exchequer, and of the eminent desirability of removing as far as possible all dual control inthe fisheries, the Minister recommends that the entire administration of the fisheries, under the Fisheries Act and regulations passed thereunder, be handed over to the Provincial Authorities, and that the staff of Federal fishery officers, as well as the Fisheries patrol steamer "Loos" be withdrawn, such to become effective on April 1st, 1922.

The Minister further recommends that the Gaspe and Gadoussac fish hatcheries of the Department of Marine and Fisheries, together with all their appurtenances, be transferred to the Provincial Government of Quebec on the 1st July, 1922, when the present season's operations will have been completed.

It is understood that the administration of the Fish Inspection Act and of the Meat and Canned Foods Act, in so far as it affects the fisheries, will be continued in the Province of Quebec by the Department of Marine and Fisheries as heretofore, and that the said Department will undertake the administration inthat Province of all Federal enactments that may become effective regarding the improvement of the handling, packing and curing, etc., of fish.

The Minister also recommends that a copy of this Minute, if approved, be forwarded to the Lieutenant Governor of the Province of Quebec for the information of his Government, and that he be requested to state whether the arrangements recommended herein are acceptable to his Government.

The Committee concur in the foregoing recommendations and submit the same for Your Excellency's approval.

Approved.

Byng of Vimy.

13 7
7 7

Arrêtés en conseil consacrant l'Entente de 1922 sur l'administration des pêcheries entre le gouvernement du Canada et le gouvernement du Québec

307 18 février 1922

-----oooOooo-----

Concerning the administration of the Fisheries in the tidal and navigable waters of Quebec that are accessible by way of navigation from the sea.

-----oooOooo-----

The Honorable the Minister of Colonization,Mines and Fisheries,in a report dated the 15th.February,(1922),sets forth:that an Order in Council of the Government of Canada,P.C.360,was passed on the 15th.February 1922,reading as follows:-

P.C. No.360.

"Certified copy of a Report of the Committee of the Privy Council, approved by His Excellency the Governor General on the 13th.February,1922.

-----oooOooo-----

"The Committee of the Privy Council have had before them a Report dated 13th.February 1922,from the Minister of Marine and Fisheries,submitting as follows,with reference to a Minute of Council of April 13th, 1921,(P.C.1246),authorizing the Minister of Marine and Fisheries to undertake the administration of the Fisheries in the tidal and navigable water of Quebec that are accessible by way of navigation from the sea;

1. "That following such authority,the Department of Marine and Fisheries undertook the administration of the fisheries in all the aforementioned waters,and allowed no one to fish therein,in a fishery in which licenses were required,without first procuring a license from it;

2. "That as under the Privy Council Decision of November 30th.,1920, the Province has the exclusive power to grant the right to fix engines to the soil,where the soil is vested in the Crown in the right of the Province,so far as such engines and the affixing of them do not interfere with the right of the public to fish or prevent the regulation of the right of fishing by private persons without the aid of such engines, and as most of the licensed fishing in the Province of Quebec is done by means of engines that are attached to the soil,the Provincial authorities during the past season refused to allow anyone to fish with appliances attached to the soil where it claimed the ownership of the soil without first produring a license from them authorizing the use of such fishing engines.

"Thus,the fishermen,through no fault of their own,were placed in the position of having to procure two licenses and pay two sets of fees before they could engage in fishing.

"Also under such conditions should it happen at any place that a fisherman who had procured a license from the Federal authorities were refused one from the Provincial authorities,or vice-versa,he would be unable to fish and no fishing could go on at that place.

"This dual jurisdiction also required dual expenditure in the administration of the fisheries,as each authority found it necessary to maintain a staff of fishery officers.

"The

"The Minister states that with a view to putting an end to such an undesirable state of affairs,he arranged for a conference with representatives of the Provincial Government and to that end the Minister of Colonization,Mines and Fisheries,and the Deputy Attorney General for the Province of Quebec came to Ottawa,and on the 14th.February instant the Minister discussed the whole matter with them. At this conference,it developed that the Provincial authorities,in view of their interest in the river fisheries,and of the necessity for their maintaining a staff of officers for the proper administration and protection of these fisheries,are prepared to undertake,under proper regulation by the Federal Government as to conditions under which such fishing may be carried on,the responsibility for the administration of all the coastal fisheries of the Province as well,with the exception of those about the Magdalen Islands.

"The Provincial authorities are also prepared to undertake the operation of the two fish hatcheries that the Department of Marine and Fisheries is maintaining in Quebec for the development of the salmon fisheries there.

"In view of the important saving that would be involved to the Federal Exchequer,and of the eminent desirability of removing as far as possible all dual control in the fisheries,the Minister recommends that the entire administration of the fisheries,under the Fisheries Act and regulations passed thereunder,be handed over to the Provincial authorities,and that the staff of Federal Fishery Officers,as well as the fisheries patrol steamer "Loos" be withdrawn,such to become effective on Aoril 1st.,1922.

"The Minister further recommends that the Gaspé and Tadousac fish hatcheries of the Department of Marine and Fisheries,together with all their appurtenances,be transferred to the Provincial Government of Quebec on the 1st July 1922,when the present season's operations will have been completed.

"It is understood that the administration of the Fish Inspection Act and of the Meat and Canned Foods Act,in so far as it affects the fisheries,will be continued in the Province of Quebec by the Department of Marine and Fisheries as heretofore,and that the said Department will undertake the administration in that Province of all Federal enactments that may become effective regarding the improvement of the handling, packing and curing etc., of fish.

"The Minister also recommends that a copy of this Minute,if approved,be forwarded to the Lieutenant Governor of the Province of Quebec for the information of His Government,and that he be requested to state whether the arrangements recommended herein are acceptable to his Government.

"The Committee concur in the foregoing recommendations and submit the same for your Excellency's approval.

(Signed) "Rodolphe Boudreau
"Clerk of the Privy Council"

-------oooo0oooo-------

That

(3)

That the arrangements set out in the said Order in Council are satisfactory and in conformity with the views held by the Government of the Province of Quebec.

The Honorable the Minister therefore recommends that the said arrangements be accepted by this Government and that a copy of this Order in Council be forwarded to the Governor General of Canada for the information of his Government.

The Committee concur in the foregoing report and submit the same for the approval of the Lieutenant Governor.

le Greffier du Conseil exécutif

Louis Bernard

Onglet 25

Arrêté en conseil 817-43 concernant l'administration des pêcheries des Iles-de-la-Madeleine

---

ARRÊTÉ EN CONSEIL
CHAMBRE DU CONSEIL EXÉCUTIF

Numéro 817

PRÉSENT :

Le Lieutenant-Gouverneur-en-Conseil

CONCERNANT l'administration des pêcheries des Iles-de-la-Madeleine.

----oooOooo----

ATTENDU qu'un arrêté ministériel du gouvernement du Canada, C.P. 1890, a été adopté le 15 mars 1943, lequel se lit comme suit:

C. P. 1890

"Copie certifiée d'un procès-verbal d'une séance du Comité du Conseil Privé, approuvé par Son Excellence le gouverneur-général le 15 mars, 1943.

"Le Comité du Conseil Privé ayant eu un rapport, en date du 9 mars, 1943, du Ministre des pêcheries, déclarant qu'en vertu d'un accord conclu entre le gouvernement du Dominion et le gouvernement de la Province de Québec, tel qu'autorisé par l'arrêté ministériel C.P. 360, le 13 février, 1922, et accepté par le gouvernement de la province de Québec par l'arrêté ministériel No. 307, le 18 février 1922, le gouvernement provincial est devenu responsable de l'administration des règlements adoptés en vertu de la Loi des pêcheries se rapportant aux pêcheries cotières de la province de Québec, à l'exception de celles autour des Iles-de-la-Madeleine;

"Que le Gouvernement de Québec, par son ministre de la chasse et des pêcheries, a maintenant manifesté le désir que les dispositions dudit C.P. 360 soient étendues de manière à comprendre les pêcheries des Iles-de-la-Madeleine, qui font partie de la province, et a convenu, advenant qu'il en serait ainsi, de prendre à son emploi les inspecteurs permanents des pêcheries du Dominion qui résident aux dites Iles.

"Le Comité, en conséquence, à la recommandation du ministre des pêcheries, donne avis que le C.P. 360, en date du 13 février, 1922, est, par les présentes, modifié comme suit, ces modifications devant être en vigueur dès que le gouvernement de la province de Québec en aura accepté les termes:

(a) En biffant les mots, "à l'exception de celles des Iles-de-la-Madeleine" où ils se trouvent;

(b) En biffant le huitième paragraphe qui commence par les mots "IL EST COMPRIS" et finit par les mots "EMBALLAGE ET TRAITEMENT, ETC. DU POISSON" et en y substituant les mots suivants: "Règlements se rapportant à la province de Québec adoptés en vertu de la Loi des pêcheries, 1932, chapitre 73, tels que modifiés; règlements

adoptés en vertu de la Loi des viandes et des conserves alimentaires, chapitre 77, Statuts revisés du Canada, 1927, tels que modifiés, en tant qu'ils se rattachent aux opérations de mise en boîtes de poisson et de coquillage et à l'inspection du poisson et des coquillages en conserve; et les règlements adoptés en vertu de la Loi pourvoyant à l'Inspection du poisson, chapitre 72, Statuts revisés du Canada, 1927, seront administrés par le gouvernement de Québec au nom du gouvernement de la Puissance du Canada, et les officiers provinciaux à l'emploi de la province de Québec, chargés de l'administration de ces règlements, seront requis de posséder les qualifications jugées nécessaires à cette fin par le département des pêcheries du Dominion, et ces officiers provinciaux, tels que déterminés par le département des pêcheries du Dominion pour être ainsi qualifiés, seront nommés par le gouverneur en conseil à la recommandation du ministre des pêcheries, comme officiers en vertu desdites lois, ou de quelqu'une d'elles."

(signé) A.S.P. Heeny,
Greffier du Conseil Privé.

ATTENDU que les modifications de l'arrêté ministériel C.P. 360 mentionnées dans le dit arrêté ministériel C.P. 1890 sont satisfaisantes et conformes aux vues du gouvernement de la province de Québec.

IL EST ORDONNE, en conséquence, sur la proposition de l'honorable Ministre de la chasse et des pêcheries, que les dites modifications soient acceptées par le gouvernement de la province de Québec et que copie du présent arrêté ministériel soit transmise au gouverneur-général du Canada pour l'information de son gouvernement.

Approuvé ce 25
jour de mars, 1943.

LIEUTENANT-GOUVERNEUR.

Onglet 26

Arrêté en conseil 310-59 concernant l'inspection du poisson pour fins d'exportation

---

ARRÊTÉ EN CONSEIL
CHAMBRE DU CONSEIL EXÉCUTIF

Numéro 310

PRÉSENT:
Le Lieutenant-Gouverneur en Conseil

CONCERNANT l'inspection du poisson
pour fins d'exportation

-----oooOooo-----

ATTENDU QU'en vertu des arrêtés du Gouverneur Général en conseil P.C. 360, du 13 février 1922, et P.C. 1890, du 15 mars 1943, le Gouvernement de la Province de Québec s'était rendu responsable de l'administration des règlements adoptés sous l'empire des lois fédérales concernant l'inspection du poisson;

ATTENDU QU'en vertu de l'arrêté du Gouverneur Général en conseil P.C. 1959-353, le Gouvernement Fédéral a décidé de reprendre l'administration de ladite règlementation relativement à l'inspection du poisson pour fins d'exportation;

V/ ministre des Pêcheries et de la chasse

ATTENDU QU'il y a lieu d'accepter cet état de choses et de permettre que certains employés du Gouvernement de la Province de Québec deviennent, pour ces fins, des employés du Gouvernement Fédéral.

IL EST ORDONNE en conséquence, sur la proposition de l'honorable P~~remier Ministre~~, ce qui suit:

1o Le Gouvernement de la Province de Québec accepte que le Gouvernement du Canada reprenne, à compter du 1er avril 1959, l'administration de la règlementation fédérale relative à l'inspection du poisson pour fins d'exportation et ladite inspection;

2o Le Gouvernement de la Province de Québec reconnaît qu'à compter du 1er avril 1959 les employés mentionnés à l'arrêté en conseil numéro 147, du 12 mars 1959, qui étaient employés à cette inspection, ne feront plus partie du service civil de la Province de Québec et qu'ils pourront devenir des employés du Gouvernement Fédéral;

3o Que les gratifications accordées à ces employés par le Gouvernement de la Province de Québec en vertu de l'arrêté en conseil numéro 147, du 12 mars 1959, ou, selon le cas, les parties de ces gratifications qui doivent servir au fonds depension de ces employés, vu leur nomination comme employés du Gouvernement Fédéral, soient payées, dans chaque cas, au moyen d'un chèque fait au nom de l'employé concerné en y ajoutant l'expression suivante: "représenté par le Ministre des Finances du Canada".

Approuvé ce 8e
jour d'avril 1959

LIEUTENANT-GOUVERNEUR

Onglet 27

Plan national de commercialisation du lait, 26 juillet 1983

National Milk Marketing Plan

Plan national de commercialisation du lait

Plan national de commercialisation du lait, 26 juillet 1983

	National Milk Marketing Plan	Plan national de commercialisation du lait	
Introduction	**A.** This Plan is a federal-provincial agreement in respect of the establishment of a National Milk Marketing Plan for the purpose of regulating the marketing of milk and cream products relating to Canadian domestic requirements and for any additional industrial milk requirements in Canada.	**A.** Ce Plan est un accord fédéral-provincial relatif à la mise en place d'un Plan national de commercialisation du lait visant à la réglementation de la commercialisation des produits du lait et de la crème en regard des besoins canadiens et de tous besoins additionnels de lait de transformation au Canada.	**Introduction**
Preamble	**B.** WHEREAS it is recognized there is a necessity for a National Milk Marketing Plan providing for the management of milk and cream products relating to Canadian domestic requirements and for any additional industrial milk requirements for approved exports of whole milk products;	**B.** ATTENDU QUE la nécessité d'établir un Plan national de commercialisation du lait prévoyant la gestion des produits du lait et de la crème en regard des besoins canadiens et de tous besoins additionnels de lait de transformation pour des exportations approuvées de produits de lait entier est reconnu;	**Préambule**
	WHEREAS it is desirable that a supply management program for industrial milk products be continued in the long term best interest of consumers, producers and processors;	ATTENDU QU'il est souhaitable qu'un programme de gestion des approvisionnements des produits du lait de transformation soit continué dans le meilleur intérêt à long terme des consommateurs, des producteurs et des transformateurs;	
	WHEREAS it is desirable that such a National Milk Marketing Plan be ratified by the appropriate agencies in all provinces and in Canada;	ATTENDU QU'il est souhaitable qu'un tel Plan national de commercialisation du lait soit ratifié par les agences compétentes au niveau de toutes les provinces et au niveau du Canada;	
	WHEREAS the participation of the Federal and Provincial authorities is required to assure the adoption and implementation of such Plan;	ATTENDU QUE la participation des autorités fédérales et provinciales est requise pour assurer l'adoption et la mise en oeuvre de ce Plan;	
	WHEREAS the signatories hereto have agreed to revise and replace the Interim Comprehensive Milk Marketing Plan of 1971 together with subsequent amendments thereto;	ATTENDU QUE les signataires des présentes sont d'accord pour reviser et remplacer le Plan global provisoire de commercialisation du lait de 1971 ainsi que les amendements subséquents à celui-ci;	
	WHEREAS many of the decisions taken by the Canadian Milk Supply Management Committee related to the marketing of the industrial milk in Canada, have also resulted in substantive changes to the original 1971 interim agreement;	ATTENDU QUE plusieurs des décisions prises par le comité canadien de gestion des approvisionnements de lait se rapportant à la commercialisation du lait industriel au Canada ont également eu pour résultat d'apporter des changements relatifs aux fonds de l'entente originale provisoire de 1971;	
	NOW THEREFORE the Signatories agree: – to abide by the terms of this Plan on and after August 1, 1983; – that this agreement replaces the Interim Comprehensive Milk Marketing Plan of 1971 as amended from time to time; – that the aforesaid Interim Comprehensive Milk Marketing Plan is hereby deemed to be no longer in effect as of July 31, 1983; – and that they may mutually agree on postponing the date on which this Plan will become effective.	EN CONSÉQUENCE, les signataires: – s'engagent à se conformer aux termes de ce Plan à compter du 1er août 1983; – conviennent que cette entente remplace le Plan global provisoire de commercialisation du lait de 1971 tel qu'amendé à l'occasion; – conviennent que le Plan ci-haut mentionné est censé par les présentes cesser d'avoir effet à compter du 31 juillet 1983; – peuvent convenir mutuellement de retarder la date de mise en oeuvre de ce Plan.	

The Plan

C. This Plan is an agreement of the signatories respecting the manner in which they shall exercise their authorities and responsibilities in certain respects relative to the objectives of the Plan, and the manner in which they shall conduct their mutual affairs relative to its implementation.

Le plan

C. Le présent Plan constitue une entente entre les signataires sur la façon d'exercer leurs pouvoirs et devoirs concernant certaines dispositions qui ont trait aux objectifs du Plan et à la façon de régler leurs relations mutuelles dans la réalisation dudit Plan.

The Memorandum of Agreement and Appendix

D. 1. This Plan is accompanied by a Memorandum of Agreement and an Appendix thereto which shall be recognized as a working framework for the operation of the Plan.

2. The Memorandum of Agreement may be amended through negotiation and agreement of the Committee, and such amendments must be consistent with the provisions of the Plan.

Le protocole d'entente et son annexe

D. 1. Un protocole d'entente ainsi que son annexe sont joints au présent Plan et doivent être considérés comme documents de base dans son application.

2. Des modifications au Protocole d'entente pourront être apportées, qui devront s'accorder aux dispositions du Plan, à la suite de négociations et l'accord du Comité.

Objectives and Purposes

E. 1. To achieve through the management of supply of industrial milk, a balance on a butterfat basis between Canadian requirements and supply of milk for the production of processed dairy products.

2. To provide a basis for determination of provincial shares of Canadian requirements of industrial milk.

3. To provide a method of collecting funds from producers for meeting the export losses on marketing of milk products incurred by the Canadian Dairy Commission in implementation of programs administered by it, and for other purposes determined by the Committee.

Buts et objectifs

E. 1. Assurer sur une base de matière grasse, par la gestion des approvisionnements en lait de transformation, un équilibre entre les approvisionnements et les besoins canadiens en produits de lait de transformation.

2. Fournir une base à l'établissement des parts provinciales des besoins canadiens de lait de transformation.

3. Établir, auprès des producteurs, un mode de perception de fonds nécessaires pour combler les pertes encourues par la Commission canadienne du lait dans la réalisation de ses programmes d'exportation de produits laitiers ainsi qu'à d'autres fins déterminées par le Comité.

Definitions

F. **"Signatories"** means those bodies having authorities that are required in the implementation of the Plan.

"Commission" means the Canadian Dairy Commission.

"Committee" means the Canadian Milk Supply Management Committee.

"Plan" refers to this National Milk Marketing Plan.

"Milk" means milk and cream.

"Fluid Milk Products" means Milk marketed for consumer use in liquid form including buttermilk, chocolate drink containing milk or buttermilk and sour cream, but excluding condensed or evaporated milk.

"Processed Dairy Products" means any product, other than Fluid Milk Products, made from Milk.

"Industrial Milk" means all Milk utilized for Processed Dairy Products

Définitions

F. **"Signataires"** désigne les organismes qui possèdent les pouvoirs nécessaires à l'application du Plan.

"Commission" désigne la Commission canadienne du lait.

"Comité" désigne le Comité canadien de gestion des approvisionnements de lait.

"Plan" désigne le présent "Plan national de commercialisation du lait".

"Lait" désigne le lait et la crème.

"Produits de lait de consommation" désigne le lait mis en marché sous forme liquide pour la consommation, y compris le babeurre, les breuvages au chocolat contenant du lait ou du babeurre et la crème sûre, mais non le lait condensé ou évaporé.

"Produits de lait de transformation" désigne tout produit à base de lait, sauf les Produits de lait de consommation.

"Lait de transformation" désigne tout lait utilisé dans les produits de lait de transformation.

"Skim-off" is the amount of cream calculated in terms of butterfat, recovered from standardization of the butterfat content of Fluid Milk Products and used in the production of Processed Dairy Products.

"Estimated Canadian Requirements" is the amount of butterfat which in a full Quota Year is estimated to be required from Canadian Milk production to meet Canadian requirements for Processed Dairy Products. This amount shall be determined by the Committee and shall consist of estimated requirements for domestic consumption, less estimated imports, plus estimated exports which may be designated for this purpose by unanimous agreement of the Committee, less estimated skim-off and taking into account additions to stocks or reductions in stocks of Processed Dairy Products.

"Provincial Market Sharing Quota" means the share of Estimated Canadian Requirements which under the terms of this Plan is allocated to a province, plus an amount that shall be known as a "Sleeve" plus any amount for export.

"Market Sharing Quota" means the allocation to an individual producer of a share of a Provincial Market Sharing Quota.

"National Market Sharing Quota" means the sum of the Provincial Market Sharing Quotas.

"Quota Year" means a period of allocation of the National Market Sharing Quota.

"Produits de l'écrémage" désigne la quantité de crème calculée en fonction de la matière grasse qui provient de la normalisation de la teneur en matière grasse des produits de lait de consommation et qui sert à la production de produits de lait de transformation.

"Besoins canadiens estimatifs" désigne la quantité de matière grasse que doit fournir, d'après les prévisions, la production laitière canadienne au cours d'une année de quota complète pour répondre aux besoins canadiens en produits de lait de transformation. Cette quantité est déterminée par le Comité et correspond aux besoins estimatifs pour la consommation nationale, moins les importations estimatives, plus les exportations estimatives qui peuvent être désignées à cette fin par décision unanime du Comité, moins les produits de l'écrémage estimatifs, en tenant compte des accroissements ou diminutions des stocks de produits de lait de transformation.

"Quota provincial de mise en marché" désigne la part des besoins canadiens estimatifs qui, selon les dispositions du présent Plan, est allouée à une province, plus une quantité qu'on appelle "Marge" et toute autre quantité destinée à l'exportation.

"Quota de mise en marché" désigne l'attribution à un producteur d'une part du quota provincial de mise en marché.

"Quota national de mise en marché" désigne la somme des quotas provinciaux de mise en marché.

"Année de quota" désigne la période d'attribution du quota national de mise en marché.

Undertakings by Signatories

G. 1. The Signatories in each province shall ensure that the allocation to producers of Provincial Market Sharing Quota is in conformity with the provisions of this Plan and in accordance with their respective responsibilities in each province.

2. The Signatories shall endeavour to ensure that policies adopted by their governments do not conflict in their effects with the spirit and intent of this Plan. The Committee shall be kept informed of provincial policies that affect the Plan and Memorandum of Agreement.

3. The Signatories shall, where feasible, cooperate in making available to the Committee information and analysis required for the operation of this Plan and Memorandum of Agreement.

Engagement des signataires

G. 1. Les signataires de chaque province doivent s'assurer que la répartition entre les producteurs du quota provincial de mise en marché est conforme aux dispositions du présent Plan et à leurs responsabilités respectives dans chaque province.

2. Les signataires doivent s'employer à assurer que les politiques adoptées par leurs gouvernements ne contreviennent pas de par leurs effets à l'esprit et aux fins du présent Plan. Le Comité doit être tenu informé des politiques provinciales qui ont des effets sur le Plan et le Protocole d'entente.

3. Les signataires collaborent, si possible, pour fournir au Comité les renseignements et les analyses requises pour la mise en application du présent Plan et du Protocole d'entente.

Canadian Milk Supply Management Committee

H. 1. There shall be a Canadian Milk Supply Management Committee which shall be responsible for supervision and policy determinations required of it by the provisions of this Plan and Memorandum of Agreement.

2. The Committee shall consist of representatives of the Signatories, as provided in the Memorandum of Agreement. The Chairman shall be a designated representative of the Commission.

3. In the event that there are no Signatories of a province which are producer boards, representatives of producer organizations shall be seated as full participants in the deliberations of the Committee, except that they shall not have the right to vote. The number of such representatives of any one province shall not exceed two at any given time. In the case of a dispute as to the seating of such representatives, the decision of the Signatories of that province shall govern.

4. There shall be an official record of policy of the Committee known as the Record of Standing Policy which shall consist of this Plan, the Memorandum of Agreement as amended from time to time, plus all decisions of the Committee relating to the Plan which are currently in effect.

Quota Allocation

I. 1. The Estimated Canadian Requirements shall be established to be effective at the beginning of each Quota Year and may be adjusted in amount during that Quota Year, as determined by the Committee.

2. Sleeve amounts shall be determined by the Committee.

3. The percentage shares of Estimated Canadian Requirements allocated to each province for purposes of establishing its Provincial Market Sharing Quota shall be those in effect on August 1, 1982. These percentage shares are as follows:

Provinces	%
Prince Edward Island	1.894
Nova Scotia	1.265
New Brunswick	1.320
Quebec	48.026
Ontario	31.191
Manitoba	3.906
Saskatchewan	2.599
Alberta	6.705
British Columbia	3.094
Canada	100.000

Comité canadien de gestion des approvisionnements de lait

H. 1. Un Comité canadien de gestion des approvisionnements de lait est chargé d'établir les politiques requises par les dispositions du présent Plan et du Protocole d'entente et d'en surveiller l'application.

2. Le Comité est composé des représentants des signataires que prévoit le Protocole d'entente. Le président est un représentant désigné de la Commission.

3. Dans le cas où aucun des signataires d'une province n'est un office de producteurs, les représentants des associations de producteurs sont des participants à part entière aux délibérations du Comité, mais ils n'ont pas le droit de vote. Ces représentants ne peuvent à aucun moment être plus de deux par province. Les différends concernant la place occupée par de tels représentants sont tranchés par décision des signataires de la province en cause.

4. Un recueil officiel des politiques du Comité connu sous le nom de Cahier des politiques permanentes sera constitué et il comprendra le Plan, le Protocole d'entente, tel que modifié de temps à autre, et toutes les décisions prises par le Comité relativement au Plan et qui sont en vigueur.

Attribution des quotas

I. 1. Les besoins canadiens estimatifs sont établis de façon à entrer en vigueur au début de chaque année de quota et peuvent faire l'objet de rajustements au cours de cette année de quota, selon les modalités déterminées par le Comité.

2. Les marges sont déterminées par le Comité.

3. Les parts procentuelles des besoins canadiens estimatifs attribuées à chacune des provinces aux fins de l'établissement du quota provincial de mise en marché sont celles en vigueur le 1er août 1982. Les parts procentuelles sont les suivantes:

Province	%
Île-du-Prince-Édouard	1,894
Nouvelle-Écosse	1,265
Nouveau-Brunswick	1,320
Québec	48,026
Ontario	31,191
Manitoba	3,906
Saskatchewan	2,599
Alberta	6,705
Colombie-Britannique	3,094
Canada	100,000

4. The provincial percentage shares of Estimated Canadian Requirements as herein provided may only be changed in accordance with the provisions of the Memorandum of Agreement.

5. Special provisions for regional arrangements may be determined by the Committee.

6. The Committee shall undertake annual examination of the effectiveness with which Milk is produced, processed and marketed in Canada and any increase in Estimated Canadian Requirements will be allocated after a review of the following additional factors:
— changes in population
— changes in regional patterns of per capita consumption
— prior utilization of quota
— regional market needs
— comparative advantage

4. Les parts procentuelles provinciales des besoins canadiens estimatifs données dans le présent Plan, peuvent être modifiées uniquement en conformité des dispositions du Protocole d'entente.

5. Le Comité peut établir des dispositions spéciales pour les ententes régionales.

6. Le Comité examinera chaque année l'efficacité avec laquelle le lait est produit, transformé et mis en marché au Canada, et tout accroissement des besoins canadiens estimatifs sera autorisé après étude des facteurs supplémentaires suivants:
— variation de la population;
— variation de la consommation per capita dans les régions;
— utilisation antérieure du quota;
— besoins des marchés régionaux;
— avantages comparatifs.

Assessment for Cost of Surplus Disposal

J. 1. The costs incurred by the Commission in the disposal of Processed Dairy Products which are surplus to Canadian Requirements, and for other purposes as determined by the Committee, shall be met through levies on Milk except insofar as the federal government may itself make provisions for meeting some part of them.

2. The Commission will in the course of the year disclose to the Committee

(a) marketing practices, programs, policies and expenditures as these relate to the funds from levies on Milk, subject to requirements of commercial confidentially, and

(b) the basis of estimation of levy requirements.

Détermination du coût de l'écoulement des surplus

J. 1. Les frais encourus par la Commission pour l'écoulement des produits de lait de transformation excédant les besoins par rapport aux besoins canadiens et pour l'application d'autres mesures adoptées par le Comité, sont couverts par des prélèvements sur le lait à moins que le gouvernement fédéral ne prenne lui-même des dispositions pour en payer une partie.

2. La Commission divulguera au Comité au cours de l'année

a) ses pratiques de commercialisation, ses programmes, ses politiques et ses dépenses ayant trait aux fonds provenant des prélèvements sur le lait, sous réserve des exigences concernant l'aspect confidentiel des opérations commerciales, et

b) sa base d'estimation des prélèvements nécessaires.

Secretariat

K. There may be a Committee Secretariat with membership and terms of reference as determined by the Committee.

Secrétariat

K. On peut former un Secrétariat du Comité dont la composition et le mandat sont déterminés par le Comité lui-même.

Withdrawal and Expulsion

L. 1. Termination by a Signatory in a province of its participation in the Plan, or notice of intention to do so, shall be deemed to have the same effect as if remaining Signatories in that province, if any, have terminated their participation or given notice of doing so, unless the remaining Signatories can give assurances that all the rights, obligations, and responsibilities of the province under the Plan will be met by them.

Retrait et expulsion

L. 1. La cessation par un signataire d'une province de sa participation au Plan ou tout avis d'intention en ce sens est réputé avoir le même effet que si les autres signataires de cette province, s'il en est, avaient cessé d'être partie au Plan ou donné un avis à cette fin, à moins que les autres signataires puissent donner des assurances qu'ils respecteront tous les droits, obligations et responsabilités de la province aux termes du Plan.

2. Any Signatory may withdraw from the Plan as of the first day of any Quota Year by giving notice not later than the last day of the 13th month preceding that date.

3. Any Signatory may withdraw from the Plan on the failure of any other Signatory to carry out any of the provisions of the Plan if such failure is found to have occurred by at least a 2/3 majority vote of the remaining Signatories. A decision to withdraw under the provisions of this paragraph shall not become effective until the end of the Quota Year in which this decision is taken and reported to the Committee, and shall not relieve the Signatories of any financial obligations arising out of its participation in the Plan to that date.

4. In the event a failure of a Signatory to carry out any of the provisions of the Plan has been determined, the Committee may by at least a 2/3 majority vote of the remaining Signatories expel that Signatory from participation in the Plan in the next Quota Year.

5. When a province has under consideration withdrawal from the Plan, or when expulsion is under consideration by the Committee, the federal government must of necessity consider what policies it would adopt to meet the circumstances created by such action. Since such federal policies will affect the interests of all the provinces and the operation of the Plan, the Commission will ensure that before they are implemented the Committee has an opportunity to fully discuss courses of action being considered by the federal government, and endeavour to reach agreement with respect to them.

6. The Committee shall in the event of withdrawal or expulsion of a province or provinces assess the consequences of such action for the operation of the Plan, and shall determine whether in its opinion a review of its provisions by the Signatories is required.

2. Tout signataire peut retirer sa participation au Plan à compter du premier jour de n'importe quelle année de quota en faisant connaître sa décision aux autres signataires avant le dernier jour du 13e mois qui précède cette date.

3. Tout signataire peut retirer sa participation au Plan lorsqu'un autre signataire n'a pas mis en application une ou l'autre des dispositions du Plan, si un tel manquement est reconnu par un vote majoritaire d'au moins les deux tiers des autres signataires. La décision de retirer sa participation en vertu des dispositions du présent paragraphe n'entrera en vigueur qu'à la fin de l'année de quota où cette décision est prise et communiquée au Comité, et ne libérera le signataire d'aucune obligation financière découlant de sa participation au Plan jusqu'alors.

4. Advenant qu'il soit reconnu qu'un signataire a négligé d'appliquer une disposition quelconque du Plan, le Comité peut retirer la participation de ce signataire au Plan pour l'année de quota suivante si une majorité des deux tiers des autres signataires en décide ainsi.

5. Lorsqu'une province envisage la possibilité de se retirer du Plan ou lorsqu'une expulsion est envisagée par le Comité, le gouvernement fédéral doit nécessairement examiner des politiques à adopter pour faire face à cette situation. Comme ces politiques ont des conséquences pour toutes les provinces et pour l'application du Plan, la Commission s'assure, avant de les mettre en oeuvre, que le Comité a eu l'occasion d'étudier pleinement les mesures envisagées par le gouvernement fédéral et elle s'efforce d'en venir à une entente à leur égard.

6. Dans le cas du retrait ou de l'expulsion d'une ou plusieurs provinces, le Comité devra évaluer les conséquences qui en résultent pour la mise en oeuvre du Plan, et détermine si, à son avis, les signataires doivent en réviser les dispositions.

	Memorandum of Agreement November 1982	Protocole d'entente Novembre 1982	
	This is the Memorandum of Agreement referred to in paragraph D of the National Milk Marketing Plan.	**Le présent document constitue le Protocole d'entente auquel il est fait référence à l'article D du Plan national de commercialisation du lait.**	
	Procedural Rules	**Règles de procédure**	
Designation of Signatories and Voting Procedure	**1.** There shall be a single designated representative of the Signatories in each province and of the Commission. At the outset of every meeting of the Committee the Chairman shall be informed of any changes in designated representatives from those designated at the previous meeting of the Committee. The designated representatives may at any time during the meeting be changed and the Chairman so informed. In the proceedings of the Committee, only the designated representatives shall have a vote. The designated representative of the Signatories of a province shall be known in this Memorandum of Agreement as a Province as applied to the proceedings of the Committee.	**1.** Les provinces et la Commission n'ont chacune qu'un seul représentant désigné ayant droit de vote au nom de leurs signataires respectifs. Au début de chaque réunion du Comité, le Président est avisé des noms des représentants désignés pour remplacer ceux qui avaient été désignés à la réunion précédente. Le représentant désigné peut être remplacé en tout temps pendant la réunion et le Président doit alors en être informé. Au cours des délibérations du Comité, seul le représentant désigné a droit de vote. En vertu du présent Protocole d'entente, le représentant désigné des signataires d'une province est considéré comme une province aux fins des délibérations du Comité.	**Désignation des signataires et procédure de vote**
Unanimity Rule	**2.** Where unanimous agreement is required on any matter, this shall mean votes in favour must be recorded for all Provinces and the Commission; however, unanimous agreement shall be deemed to have been reached for purposes of decision-making if a Province or the Commission undertakes to consent to the decision while recording disagreement with it or abstention from it. In such a case the decision is as binding on them as if their full agreement had been obtained.	**2.** Lorsqu'une question soumise au vote nécessite un accord unanime, il faut que toutes les provinces et la Commission se prononcent en faveur de la proposition; cependant, un accord unanime est réputé avoir été obtenu aux fins d'une prise de décision lorsqu'une province ou la Commission accepte de se plier à la décision tout en enregistrant son opposition ou son abstention de voter. Dans un tel cas, la décision les lie de la même façon que si elles avaient donné leur plein accord.	**Règle de l'unanimité**
Rule for resolution of disagreement	**3.** In all circumstances the Committee shall endeavour to make decisions by unanimous agreement, but on questions where unanimous agreement is not required and where voting procedures are not specified in the provisions of the Plan or of this Memorandum of Agreement, disagreement of the Committee shall be resolved by decision of the Commission.	**3.** Le Comité doit s'efforcer en toutes circonstances d'obtenir un accord unanime, mais dans le cas des questions qui ne requièrent pas un tel accord et lorsque les dispositions du Plan ou du présent Protocole d'entente ne précisent pas la procédure de vote, un désaccord au sein du Comité est résolu par une décision de la Commission.	**Règle pour la résolution des désaccords**
Rule of adequate consideration of issues	**4.** Unless by unanimous agreement of the Committee, decisions shall not be taken until such time as the matter under discussion has been considered by at least two meetings of the Committee. It shall be understood that at both such meetings there should have been reasonable opportunity for adequate discussion, and a reasonably full basis of information relevant to the question in the hands of the Committee.	**4.** A moins d'un accord unanime, le Comité ne doit pas prendre de décision si la question à l'étude n'a pas été débattue lors d'au moins deux réunions, étant entendu qu'en ces deux occasions on aura suffisamment eu la chance d'en discuter et que le Comité aura alors en main une documentation pertinente relativement complète.	**Règle pour l'étude suffisante des questions**

	5. When the Committee makes policy decisions that require implementation prior to its next meeting, the written text of such policies, in French and English, must be in the hands of the Committee at the time the decisions are taken.	**5.** Lorsque le Comité établit des politiques qui doivent être exécutées avant sa prochaine réunion, le texte écrit de ces politiques, en français et an anglais, doit être remis aux membres du Comité au moment où les décisions sont prises.	
Calling of Meeting	**6.** Meetings of the Committee shall be held at the call of the Chairman or any three Signatories.	**6.** Le Président ou trois signataires peuvent convoquer le Comité à une réunion.	**Convocation du Comité**
	7. The Commission after consultation with the Committee shall designate a person who shall be Secretary to the Committee and be responsible to it for the preparation of the minutes of its meetings, the Record of Standing Policy, and other duties attendant on these responsabilities.	**7.** Après avoir consulté le Comité, la Commission désignera une personne pour agir comme secrétaire du Comité, qui sera chargée de rédiger les procès-verbaux de ses réunions et le Cahier des politiques permanentes, et qui remplira d'autres fonctions connexes.	
Quota Year	**8.** A Quota Year shall be the 12 month period August 1 to July 31.	**8.** L'année de quota est la période de 12 mois comprise entre le 1er août et le 31 juillet.	**Année de quota**
Review of provincial regulatory policies	**9.** Each year there shall be opportunity provided at a meeting of the Committee for a review of provincial regulations and policies, and of their operation, and a discussion of possible or expected changes in them.	**9.** Chaque année, le Comité doit avoir l'occasion d'examiner à l'une de ses réunions les règlements et politiques des provinces, de même que leur mise en application, et de discuter des changements prévus ou possibles à ces règlements et politiques.	**Revue des politiques provinciales de réglementation**
Record of Standing Policy	**10.** The Record of Standing Policy other than the Plan shall be adjusted by the Secretary to reflect decisions taken by the Committee and placed in the hands of the Committee no later than at the first meeting of the Committee following the one at which the minutes of those decisions were approved. Such adjustments when approved by the Committee shall then be the official statement of policy on the matters concerned as of that date, and the minutes shall record their approval. It shall also be a responsibility of the Secretary to report to the Committee on any areas in which there is the need for clarification or elaboration of the Record of Standing Policy to ensure that as far as possible problems of interpretation are anticipated and avoided. A revised, consolidated Record of Standing Policy shall be prepared at least annually.	**10.** Le Cahier des politiques permanentes à l'exclusion du Plan est remanié par le secrétaire afin de refléter les décisions prises par le Comité et remis au Comité au plus tard à la première réunion du Comité qui suit celle où le procès-verbal faisant état de ces décisions a été approuvé. Une fois approuvée par le Comité, la version remaniée constitue alors l'énoncé officiel de politique sur les questions qui ont été traitées jusqu'alors, et les procès-verbaux doivent faire état de l'approbation des modifications. Le secrétaire a également la responsabilité de signaler au Comité toute question qui doit être éclaircie ou précisée dans le Cahier des politiques permanentes afin qu'on puisse, dans la mesure du possible, prévoir et éviter les difficultés d'interprétation. Une version révisée et mise à jour du Cahier des politiques permanentes est préparée au moins une fois l'an.	**Cahier des politiques permanentes**
Attendance at meetings	**11.** The rules for attendance at meetings and seating of representatives shall, subject to the provisions of the Plan and Memorandum of Agreement, be determined by the Committee.	**11.** Sous réserve des dispositions du Plan et du Protocole d'entente, le Comité établit les règles concernant la participation aux réunions et les places occupées par les représentants.	**Participation aux réunions**

12. At meetings of the Committee the number of persons attending such meetings representative of Signatories or of non-Signatory producer organizations in those provinces, including support staff members, shall not normally exceed 5, or in the cases of Ontario and Quebec, 10. The number of persons from provinces for whom seating arrangements shall permit full participation shall be 3 for each province, or in the case of Ontario and Quebec, 5.

12. Aux réunions du Comité, le nombre de personnes qui représentent les signataires ou les organismes de producteurs non-signataires de ces provinces, y compris les membres du personnel de soutien, ne doit normalement pas être supérieur à 5, sauf dans le cas de l'Ontario et du Québec où il pourra être de 10. Le nombre de représentants des provinces qui pourront siéger au Comité à titre de participants à part entière est de 3 pour chaque province, sauf dans le cas de l'Ontario et du Québec où il est de 5.

13. At meetings of the Committee the number of persons representative of the Commission attending such meetings shall be the Commissioners, plus whatever Commission staff is required for the conduct of the meeting. The seating arrangements shall provide for full participation for the Commissioners, the Secretary to the Committee, the Policy Advisor to the Commission, and a staff member of the Commission who may be required from time to time to participate as a resource person.

13. Aux réunions du Comité, les représentants de la Commission sont les commissaires de même que les employés dont la présence est nécessaire. Siégent au Comité à titre de participants à part entière les commissaires, le secrétaire du Comité, le conseiller en politique laitière de la Commission, ainsi qu'un membre du personnel de la Commission qui peut être tenu de temps à autre de participer à titre de personne ressource.

14. The Committee will accept the appointment by Agriculture Canada, Treasury Board, Finance Canada, Consumer and Corporate Affairs Canada and the Ministry of State for Economic Development of one representative from each of them who will attend the meetings on a regular basis. Such representatives should be employed in their respective departments in capacities which are complementary to the ongoing activities of the Committee.

14. Le Comité acceptera la nomination par Agriculture Canada, le Conseil du trésor, Finances Canada, Consommation et Corporations Canada et le Département d'État au développement économique d'un représentant de chacun d'eux qui assistera régulièrement aux réunions. Ces personnes devront assumer dans leurs organismes respectifs des fonctions complémentaires aux travaux exécutés par le Comité.

Role of National Dairy Organizations

15. The Committee shall invite representatives of national dairy organizations, namely Dairy Farmers of Canada, the National Dairy Council of Canada, and the Dairy Bureau of Canada, to attend meetings of the Committee and shall determine the role and function of each in the proceedings of the Committee. Seating arrangements shall provide for full participation by one representative of each of these organizations. The maximum number of such representatives who shall normally be expected to attend meetings of the Committee shall be 4 for DFC, 3 for NDC and 1 for the DBC.

15. Le Comité doit inviter à ses réunions des représentants des organismes nationaux du secteur laitier, soit la Fédération canadienne des producteurs de lait, le Conseil national de l'industrie laitière du Canada et le Bureau laitier du Canada, et il détermine leurs fonctions et leurs rôles respectifs dans ses délibérations. Un représentant de chacun de ces organismes participe aux réunions à part entière. Le nombre maximum de représentants pouvant normalement assister aux réunions du Comité sera de 4 pour la FCPL, de 3 pour le CNILC et de 1 pour le BLC.

Rôle des organismes nationaux du secteur laitier

Attendance of others

16. The Committee may invite representatives of other organizations, or individual persons, to attend meetings of the Committee and shall determine the role and function of each in the proceedings of the Committee.

16. Le Comité peut inviter à ses réunions des représentants d'autres organismes ou des particuliers, et il détermine leurs fonctions et leurs rôles respectifs dans ses délibérations.

Autres présences

17. Notwithstanding the foregoing provisions for size of attendance at Committee meetings the Committee may upon request agree to additional attendance, or, if the time of receipt of such requests does not permit consideration of them by the full Committee, the Chairman of the Committee shall accept or reject them as he thinks appropriate.

Determination of shares of Estimated Canadian Requirements and Annual Interprovincial Adjustment — *(Subject to Sec. I-6 of the Plan)*

18. Decisions of the Committee respecting provincial shares of Estimated Canadian Requirements shall be made by unanimous agreement.

19. Estimated Canadian Requirements allocated to provinces for a Quota Year shall not be changed later than February 1 of that year.

20. Because of the need for precision in application of the provisions applying to quota allocation and adjustment, and the substantial number of considerations that are introduced into them in this Memorandum of Agreement, a complex and technical set of rules that provide a detailed interpretation and methodology of calculation has of necessity been prepared for use in implementation of paragraphs 18 to 30 in which the provisions in principle are set out. These rules are appended to this Memorandum of Agreement and form part of it, and are entitled "Rules of Interpretation for Determination of Shares of Estimated Canadian Requirements and Annual Interprovincial Adjustment".

21. The underlying principle of this section of the Memorandum of Agreement is that in the allocation of shares of Estimated Canadian Requirements an advantage be given to those provinces which show the stronger record of performance in the degree to which they utilize their Market Sharing Quota. This takes place in two ways.

a) higher utilization qualifies provinces for a degree of preferred access in allocation of increases in Estimated Canadian Requirements, and

b) lower utilization can result in some loss of quota by some provinces to others with higher utilization in a process of annual year-end interprovincial adjustments.

17. Nonobstant les dispositions précédentes concernant le nombre de personnes pouvant assister aux réunions du Comité, celui-ci peut, sur demande, admettre d'autres participants, et, si une telle demande est faite trop tard pour être examinée par l'ensemble du Comité, le Président du Comité décide s'il y a lieu de l'accepter ou de la rejeter.

Détermination des parts des besoins canadiens estimatifs et ajustement interprovincial annuel *(sous réserves des dispositions de la section I-6 du Plan)*

18. Les décisions du Comité relatives aux parts provinciales des besoins canadiens estimatifs doivent faire l'objet d'un accord unanime.

19. Les besoins canadiens estimatifs attribués aux provinces pour une année de quota ne doivent être modifiés à aucun moment après le 1er février de l'année en question.

20. Étant donné le besoin de préciser le mode d'application des dispositions relatives à l'attribution des quotas et aux ajustements, ainsi que les nombreuses considérations que ces dispositions comportent aux fins de ce Protocole d'entente, un ensemble de règles complexes et techniques qui précisent en détail l'interprétation et le mode de calcul a dû être établi pour l'application des articles 18 à 30 où les principes des dispositions sont énoncés. Ces règles, qui sont annexées au présent Protocole d'entente dont ils font partie intégrante, sont intitulées "Règles d'interprétation pour la détermination des parts des besoins canadiens estimatifs et de l'ajustement interprovincial annuel".

21. Le principe sous-jacent à cet article du Protocole d'entente est que dans l'attribution des parts des besoins canadiens estimatifs, on favorise les provinces ayant obtenu les meilleurs bilans au point de vue du degré d'utilisation de leur quota de mise en marché. Ce principe comporte deux conséquences:

a) une utilisation plus élevée rend une province admissible à un certain accès privilégié à l'attribution des augmentations des besoins canadiens estimatifs, et

b) une utilisation plus faible peut donner lieu pour certaines provinces à une perte de quota au profit d'autres provinces ayant une utilisation plus élevée par suite des ajustements interprovinciaux annuels de fin d'année.

22. Utilization is measured by deliveries of industrial milk of a province as a percentage of its share of Estimated Canadian Requirements as at February 1 of the year in question, to a maximum of 100 per cent.

22. L'utilisation est mesurée d'après les livraisons de lait de transformation d'une province en tant que pourcentage de sa part des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année en question, jusqu'à concurrence de 100 pour cent.

23. In the case of provision for preferred access to increases in Estimated Canadian Requirements, utilization measured as defined in paragraph 22 above at the 98 per cent or better level qualifies for a first distribution of an increase. Other provinces are brought into the distribution as it proceeds if the new shares of a province first qualifying bring its utilization down to the level of these other provinces. This process is repeated until all the available increase is allocated. Insofar as increases in quota allocation in a year prove not to have been actually experienced as shown by year-end determination, the benefits if any in allocation experienced by the provinces will be withdrawn, and the actual increase experienced reallocated according to the increase rules.

23. Dans le cas où est prévu un accès privilégié aux augmentations des besoins canadiens estimatifs, une utilisation mesurée conformément à l'article 22 ci-dessus équivalant à une utilisation de 98 pour cent ou plus rend admissible à une première distribution d'une augmentation. Les autres provinces deviennent parties à la distribution au fur et à mesure qu'elle s'effectue si les nouvelles parts d'une province admissible en premier lieu ramènent son utilisation au niveau de l'utilisation des autres provinces. Ce processus est répété jusqu'à ce que toute l'augmentation disponible ait été attribuée. Dans la mesure où le calcul de fin d'année révélera que les augmentations de quota attribuées au cours d'une année ne se sont pas révélées nécessaires, les avantages, le cas échéant, que les provinces auront obtenus au chapitre de l'attribution des quotas leur seront retirés, et l'augmentation réelle qui s'est produite sera attribuée de nouveau selon les règles relatives aux augmentations.

24. With respect to year-end interprovincial adjustment utilization is initially measured as in 22 above, but this percentage can be increased by adjustments based on:

24. En ce qui a trait à l'ajustement interprovincial de fin d'année, l'utilisation est d'abord mesurée de la façon décrite à l'article 22 ci-dessus, mais ce pourcentage peut être accru au moyen d'ajustements fondés sur:

a) the extent to which fluid sales have increased,

a) la mesure dans laquelle les ventes de lait de consommation ont augmenté;

b) measuring utilization over the previous two year period,

b) la mesure de l'utilisation au cours des deux années précédentes;

c) going back a year to measure farm-separated cream shipments in recognition of the instability of this sector, and

c) le recul à l'année précédente pour déterminer les expéditions de crème séparée à la ferme, en considération de l'instabilité de ce secteur; et

d) deeming 98 per cent utilization or better to be 100 per cent.

d) le principe qu'une utilisation de 98 pour cent ou plus est réputée équivaloir à 100 pour cent:

25. The application of the above special rules for increasing the measure of utilization is only for the purpose of a province protecting itself from reduction in shares of Estimated Canadian Requirements. It cannot be used to gain shares.

25. L'application des règles spéciales décrites ci-dessus en ce qui a trait à l'accroissement de l'utilisation mesurée a pour seul but de permettre à une province de se protéger contre une réduction des parts des besoins canadiens estimatifs. Elle ne peut servir à accroître des parts.

26. The way the utilization measure is applied in interprovincial adjustment is that if after taking advantage of the special rules in paragraph 24, a province's utilization is still below the national average utilization as calculated simply on deliveries under paragraph 22, it will lose share until its utilization on its new share is reduced to the national average or to a maximum loss of two per cent of its starting share if this point is reached first. The lost shares are allocated to provinces with a better than average utilization.

26. Aux fins de l'ajustement interprovincial, le calcul de l'utilisation est appliqué de façon que si, après avoir tiré parti des règles spéciales énoncées à l'article 24, une province a encore une utilisation inférieure à l'utilisation nationale moyenne déterminée simplement en fonction des livraisons conformément à l'article 22, elle subira une perte jusqu'à ce que l'utilisation de sa nouvelle part soit ramenée à la moyenne nationale ou jusqu'à concurrence de 2 pour cent de sa part initiale si ce maximum est atteint en premier lieu. Les parts perdues sont attribuées aux provinces dont l'utilisation est supérieure à la moyenne.

27. The two per cent maximum loss rule recognizes that instability in quota availability is injurious to good industry planning. Moreover, if a province in the year then ending has failed to share fully in allocation of an increase in Estimated Canadian Requirements, it will be deemed to have already lost a share of Estimated Canadian Requirements and the two per cent limit of loss on interprovincial adjustment will be correspondingly further reduced.

27. La règle de la perte maximale de deux pour cent reconnaît que l'instabilité quant à la disponibilité de quotas constitue un obstacle à une bonne planification de l'industrie. En outre, si une province, dans l'année qui s'achève, n'a pas pris pleinement part à l'attribution d'une augmentation des besoins canadiens estimatifs, elle est réputée avoir déjà perdu une part des besoins canadiens estimatifs et la perte maximale de deux pour cent par suite de l'ajustement interprovincial sera réduite en conséquence.

28. There is special provision that regions of two or more contiguous provinces may be formed for purposes of year-end interprovincial adjustment. Where such arrangements are made the rules for interprovincial adjustment are first applied to the provinces within the region as if it were a national group after which, the rules are applied once more to all provinces but with modified shares resulting from the gains or losses as a result of the regional adjustment. Also, special rules provide that

28. Il est expressément prévu que des régions constituées de deux provinces contiguës ou plus peuvent être formées aux fins de l'ajustement interprovincial de fin d'année. Dans le cas de telles ententes, les règles relatives à l'ajustement interprovincial sont d'abord appliquées aux provinces constituant la région comme s'il s'agissait d'un groupe national, après quoi les règles sont appliquées à nouveau à toutes les provinces mais en se fondant sur les parts modifiées en fonction des gains ou des pertes résultant de l'ajustement régional. En outre, des règles spéciales prévoient

i) a province that in the absence of the regional provision would not have lost share, cannot lose share on a net basis as a result of the combination of the regional and national adjustments, and

i) qu'une province qui n'aurait perdu aucune quantité en l'absence de l'ajustement régional, ne peut perdre de quantité absolue par suite de l'intégration des ajustements régional et national, et

ii) a province that in the absence of the regional provision would have lost share, cannot gain share in the subsequent national adjustment.

ii) qu'une province qui aurait perdu une quantité en l'absence de l'ajustement régional, ne peut acquérir une quantité à l'occasion de l'ajustement national subséquent.

29. The rules for increase, in Estimated Canadian Requirements, are to apply first in the Quota Year 1983/84, and the first interprovincial adjustment is to take place at the end of 1983/84, thus establishing shares for 1984/85.

29. Les règles relatives à l'augmentation des besoins canadiens estimatifs seront appliquées pour la première fois au cours de l'année de quota 1983-1984, et le premier ajustement interprovincial aura lieu à la fin de 1983-1984, établissant ainsi les parts pour 1984-1985.

30. Decreases in Estimated Canadian Requirements, unless requiring correction for increases allocated in the same year, are made pro rata.

30. A moins qu'elles doivent être rectifiées en fonction d'augmentations attribuées au cours de la même année, les réductions des besoins canadiens estimatifs se font au prorata.

31. Prince Edward Island has a protected level of shares of Estimated Canadian Requirements which may not be reduced as a result of a reduction in Estimated Canadian Requirements. This protected level is 2.948 million kilograms of butterfat if their share of Estimated Canadian Requirements prior to the reduction stood at that figure or better. The protected amount may however be at a lower level as a result of loss of share through interprovincial adjustment, from which Prince Edward Island is not exempt. To the extent Prince Edward Island has gained by this protection, it will not be entitled to share in subsequent increases in Estimated Canadian Requirements.

31. Les parts des besoins canadiens estimatifs de l'Île-du-Prince-Édouard sont garanties et ne peuvent être réduites par suite d'une diminution des besoins canadiens estimatifs. Ces parts s'établissent à 2,948 millions de kilogrammes de matière grasse si la part provinciale des besoins canadiens estimatifs avant la réduction s'est maintenue à ce niveau ou l'a dépassé. Cette quantité garantie peut toutefois être réduite par suite d'une perte résultant de l'ajustement interprovincial, dont l'Île-du-Prince-Édouard n'est pas exempte. Dans la mesure où cette garantie profite à l'Île-du-Prince-Édouard, cette dernière ne sera pas admissible au partage des augmentations subséquentes des besoins canadiens estimatifs.

Levies and Surplus Disposal

Prélèvements et écoulement des excédents

In order to account for the differences in terminology of the various legislations, the word "levies" may mean levies, charges, fees, assessments, contributions, costs, duties or penalties collected from producers in regard of their Market Sharing Quota.

Dans le but de tenir compte des différences de terminologie utilisée dans les diverses législations, le terme "prélèvement" peut signifier des retenues, des charges, des redevances, des cotisations, des contributions, des coûts, des droits ou des pénalités perçus des producteurs en regard de leur quota de mise en marché.

Calcul des prélèvements

Determination of Levies

32. The Commission shall determine the anticipated costs of disposal of Processed Dairy Products which are surplus to domestic demand and after discussion with the Committee the Commission shall determine the rates of levies required to defray these costs.

32. La Commission détermine les frais prévus pour l'écoulement des produits de lait de transformation qui sont excédentaires par rapport à la demande intérieure et, après discussion avec le Comité, les taux des prélèvements nécessaires pour couvrir ces frais.

Within-quota Levy

33. There shall be a Within-quota levy collected on Industrial Milk delivered under Market Sharing Quota which shall consist of an amount, uniformly applicable in all provinces, collected on all deliveries of Industrial Milk except farm-separated cream, relating to the cost incurred by the Commission in disposing of Processed Dairy Products from Milk delivered within Market Sharing Quota.

33. Il y a un prélèvement intra-quota sur les livraisons de lait de transformation à l'intérieur du quota de mise en marché qui consiste en une somme uniforme pour toutes les provinces, qui est prélevée sur toutes les livraisons de lait de transformation, à l'exclusion de la crème séparée à la ferme, pour couvrir les frais subis par la Commission pour l'écoulement des produits de lait de transformation provenant des livraisons de lait à l'intérieur du quota de mise en marché.

Prélèvement intra-quota

Special Within-quota levy for export

34. There may be a Special Export Levy collected on Industrial Milk delivered under Market Sharing Quota in order to meet costs of export programs of Processed Dairy Products from milk produced within Market Sharing Quota but not included in Estimated Canadian Requirements. Such levies may be collected in one or more provinces participating in the delivery of such milk, on a basis to be determined by the Commission.

34. Un prélèvement spécial à l'exportation sur les livraisons de lait de transformation à l'intérieur du quota de mise en marché peut être perçu afin de couvrir les frais des programmes d'exportation des produits de lait de transformation provenant de livraisons de lait à l'intérieur du quota de mise en marché mais non incluses dans les besoins canadiens estimatifs. Ces prélèvements peuvent être perçus dans une ou plusieurs provinces faisant de telles livraisons, selon des modalités à déterminer par la Commission.

Prélèvement intra-quota spécial à l'exportation

Over-quota Levy

35. There shall be an Over-quota levy, uniformly applicable in all provinces, collected on all Industrial Milk delivered in surplus to the Market Sharing Quota of individual producers which shall consist of an amount, relating to the cost incurred by the Commission of disposing of such Industrial Milk, that in the case of farm-separated cream may differ from that established for Industrial Milk other than farm-separated cream. These amounts less the amount equal to the Within-quota levy and the Special Export Levy where applicable are refundable to individual producers to the extent that the Industrial Milk upon which they were collected is subsequently brought within their individual Market Sharing Quota.

35. Il y a un prélèvement hors quota uniforme pour toutes les provinces qui est perçu sur toutes les livraisons de lait de transformation qui excèdent le quota de mise en marché d'un producteur et qui consiste en une somme qui soit fonction des frais subis par la Commission pour l'écoulement de ces excédents et qui, dans le cas de la crème séparée à la ferme, peut être différente de celle fixée pour le lait de transformation à l'exclusion de la crème séparée à la ferme. Ces sommes, moins le montant équivalant au prélèvement intra-quota et, le cas échéant, au prélèvement spécial à l'exportation sont remboursables aux producteurs dans la mesure où les livraisons de lait de transformation pour lesquelles elles ont été prélevées sont ramenées à l'intérieur de leur propre quota de mise en marché.

Prélèvement hors quota

Rule for surplus funds from levy collection

36. In the event the revenues received from levies collected on Milk deliveries under paragraphs 32, 33, 34 and 35 exceed the costs incurred by the Commission in disposing of Processed Dairy Products the surplus funds may be refunded to producers as a refund of a portion of the Within-quota levy or may be carried forward as a credit to export account and applied to reduce Within-quota levy requirements, as determined by the Committee.

36. Si les revenus provenant des prélèvements perçus en vertu des articles 32, 33, 34 et 35 sur les livraisons de lait excèdent les frais encourus par la Commission pour l'écoulement des produits de lait de transformation, l'excédent peut, au choix du Comité, soit être remis aux producteurs à titre de remboursement d'une partie du prélèvement intra-quota, soit être porté au solde créditeur du compte des exportations et sert à réduire les prélèvements intra-quota nécessaires.

Règle pour les excédents provenant des prélèvements

Rule for shortfall in the export account

37. In the event the revenues received from the levies collected on Milk under paragraphs 33, 34 and 35 fall short of the costs incurred by the Commission in disposing of Processed Dairy Products such shortfall shall be charged to export account, and met by subsequent adjustments to the Within-quota levy rate unless it is met by the federal government.

37. S'il advient que les revenus provenant des prélèvements perçus en vertu des articles 33, 34 et 35 sur les livraisons de lait sont inférieurs aux coûts encourus par la Commission pour l'écoulement des produits de lait de transformation, le déficit est imputé au compte des exportations et comblé au moyen d'un ajustement subséquent du taux de prélèvement intra-quota à moins qu'il ne soit comblé par le gouvernement fédéral.

Règle pour les déficits du compte des exportations

Rule for meeting shortfall in cost due to over-estimation of Estimated Canadian Requirements

38. When the Actual Requirements are less than those previously established for the Year, the resulting additional cost of disposal incurred by the Commission shall be charged against the export account and become a national responsibility met by subsequent adjustment to the Within-quota levy rate unless the Estimated Canadian Requirements, in the course of the Year and prior to final determination, were established by the Commission by over-ruling a unanimous agreement of the Provinces or were established by the federal government by over-ruling an agreement of the Committee, in which case the amount of the shortfalls consequent of the over-estimation of Estimated Canadian Requirement shall be a federal government responsibility.

39. Any profit accrued by the Commission in selling butter inventories, butter imports or in disposing of Processed Dairy Products from over quota milk shall be credited to export account, and applied to reduce Within-quota levy requirements.

Year-end Adjustment

40. Subject to the provisions of paragraph 41 for a Quota Year the deliveries of a province in excess of its share of Estimated Canadian Requirements, if any, shall be determined for purposes of determining responsibilities for meeting costs of surplus disposal for that year through a mechanism of crediting any under-production of provincial shares of Actual Requirements as defined in the Rules of Interpretation to those provinces with production in excess of their share of Actual Requirements. This mechanism shall be as follows:

a) as a first step, a share of Actual Requirements shall be calculated for each province by applying its percentage share of Estimated Canadian Requirements as of February 1 of that Quota Year to the Actual Requirements.

b) as the second step, amounts by which provinces have fallen short of delivering their share of Actual Requirements calculated through step one shall be credited to the other provinces pro rata to their percentage shares of Estimated Canadian Requirements as of February 1 of that Quota Year. This procedure shall be repeated until all deliveries in excess of shares of Estimated Canadian Requirements are brought within Estimated Canadian Requirements or until available credits are exhausted at which time the deliveries in excess of Estimated Canadian Requirements of each province, if any, are determined.

Règle pour combler le déficit attribuable à une surestimation des besoins canadiens estimatifs

38. Lorsque les besoins réels sont inférieurs à ceux précédemment établis pour l'année, les frais additionnels d'écoulement qui en résultent pour la Commission sont imputés au compte des exportations et deviennent une charge nationale qui est assumée au moyen d'un ajustement subséquent du taux de prélèvement intra-quota, à moins que les besoins canadiens estimatifs établis au cours de l'année avant le calcul final n'aient été établis par la Commission en cassant un accord unanime des provinces ou par le gouvernement fédéral en cassant un accord du Comité, auquel cas la quantité représentée par les déficits qui résultent d'une surestimation des besoins canadiens estimatifs est à la charge du gouvernement fédéral.

39. Tout bénéfice de la Commission résultant de la vente de stocks de beurre ou de quantités de beurre importées ou par l'écoulement de produits de lait de transformation provenant de livraisons de lait hors quota est porté au solde créditeur du compte des exportations et sert à réduire les prélèvements intra-quota nécessaires.

Ajustement de fin d'année

40. Sous réserve des dispositions de l'article 41, pour une année de quota particulière, les livraisons excédentaires d'une province, le cas échéant, par rapport à sa part des besoins canadiens estimatifs sont calculées aux fins de déterminer les responsabilités en ce qui a trait à la prise en charge des frais d'écoulement des excédents pour cette même année, au moyen d'un mécanisme consistant à créditer toute sous-production par rapport aux parts provinciales de besoins réels définie dans les règles d'interprétation aux provinces ayant une production excédentaire par rapport à leurs parts des besoins réels. Ce mécanisme s'applique de la façon suivante:

a) dans une première étape, une part des besoins réels est déterminée pour chaque province en appliquant aux besoins réels sa part procentuelle des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota en question;

b) dans une deuxième étape, les quantités que les provinces n'ont pu livrer compte tenu de leurs parts respectives des besoins réels établies à la première étape sont créditées aux autres provinces, au prorata de leurs parts procentuelles des besoins canadiens estimatifs au 1er février de cette année de quota. Ce processus est répété jusqu'à ce que toutes les livraisons excédentaires par rapport aux parts des besoins canadiens estimatifs aient été ramenées à l'intérieur des besoins canadiens estimatifs ou jusqu'à ce que les crédits disponibles aient été épuisés, moment auquel sont déterminées les livraisons excédentaires, le cas échéant, par rapport aux besoins canadiens estimatifs de chaque province.

Regional Year-end Adjustment for calculation of levy responsibility

41. Two or more contiguous provinces may at their option enter into a regional arrangement whereby the procedure set out in paragraph 40 for determining responsibilities for meeting costs of surplus disposal for a Quota Year shall first be applied on a regional basis, except that a province within a region cannot be credited more than 10 per cent of its share of Estimated Canadian Requirements as of February 1 of that Quota Year. The provisions of paragraph 40 shall then be applied nationally, with each province being treated individually, with the exception that shares of Actual Requirements of the provinces within a region pursuant to 40 a) shall be adjusted to reflect the regional crediting of shares already determined by the provisions of this paragraph.

41. Deux provinces contiguës ou plus peuvent, si elles le veulent, conclure une entente régionale en vertu de laquelle le processus exposé à l'article 40 pour déterminer les responsabilités de prise en charge des frais d'écoulement des excédents pour une année de quota est d'abord appliqué à l'échelle régionale, sauf qu'une province dans une région ne peut se voir créditer plus de 10 pour cent de sa part des besoins canadiens estimatifs au 1er février de cette année de quota. Les dispositions de l'article 40 s'appliquent ensuite à l'échelle nationale, chaque province étant traitée individuellement, si ce n'est que les parts des besoins réels des provinces d'une même région conformément au paragraphe 40 a) sont ajustées pour refléter le crédit régional des parts déjà déterminé par les dispositions du présent article.

Ajustement régional de fin d'année pour l'établissement des responsabilités à l'égard des prélèvements

Rules for domestic use of surplus dairy products

42. Amounts of butter or other Processed Dairy Products, acquired by the Commission and containing butterfat, which have been produced in excess to requirements in a period, can only be used to supply markets in Canada in a subsequent period, thereby reducing Estimated Canadian Requirements from levels that would otherwise be indicated, by unanimous agreement of the Committee.

42. Les quantités de beurre ou d'autres produits de lait de transformation acquises par la Commission et contenant de la matière grasse qui ont été produites en excédent des besoins au cours d'une période donnée peuvent, si le Comité en décide ainsi à l'unanimité, être utilisées pour répondre aux besoins canadiens au cours de la période subséquente et uniquement à cette fin, réduisant ainsi les besoins canadiens estimatifs par rapport aux niveaux qui autrement auraient été indiqués.

Règle pour l'utilisation intérieure des produits de lait excédentaires

Rules for use of levies for "other purposes"

43. Decisions to utilize levies for costs incurred by the Commission for "other purposes" pursuant to paragraph J1 of the Plan, and decisions as to what these other purposes may be, shall be made by unanimous agreement of the Committee.

43. Les décisions concernant l'utilisation des prélèvements pour payer les frais encourus par la Commission à d' "autres fins" aux termes du paragraphe J1 du Plan, ainsi que les décisions concernant ce que peuvent être ces autres fins, doivent faire l'objet d'un accord unanime du Comité.

Règle pour l'utilisation des prélèvements à "d'autres fins"

Agent for collection of levies

44. The agent for collection of levies imposed by provincial authority shall act as agent for collection of levies imposed by federal authority.

44. L'agent responsable de la perception des prélèvements imposés par les autorités provinciales agit également comme agent de perception des prélèvements imposés par les autorités fédérales.

Agent de perception des prélèvements

Rule for remittance of levies

45. Amounts of levies collected other than Over-quota levies shall be remitted to the Commission monthly and these amounts shall be due on the marketings of a given month on a date determined by the Committee. Any interest earned by the province on past due amounts shall be remitted to the Commission with those amounts.

45. Les montants des prélèvements perçus, autres que les prélèvements hors quota, sont remis chaque mois à la Commission et ces montants sont exigibles à l'égard des produits commercialisés au cours d'un mois donné, à une date à déterminer par le Comité. Tout intérêt accumulé par une province sur les arrérages doit être remis à la Commission en même temps que ces sommes.

Règle pour la remise des prélèvements

Export Account

46. Levies remitted to the Commission shall be credited to export account.

46. Les prélèvements remis à la Commission sont crédités au compte des exportations.

Compte des exportations

Appendix to the Memorandum of Agreement of November 1982

Annexe du Protocole d'entente de novembre 1982

Rules for Interpretation for determination of shares of Estimated Canadian Requirements and annual interprovincial adjustment.

Règles d'interprétation pour la détermination des parts des besoins canadiens estimatifs et de l'ajustement interprovincial annuel.

Decisions on shares

1. Decisions of the Committee respecting provincial shares of Estimated Canadian Requirements shall be made by unanimous agreement.

1. Les décisions du Comité relatives aux parts provinciales des besoins canadiens estimatifs doivent faire l'objet d'un accord unanime.

Décisions sur les parts

2. Estimated Canadian Requirements allocated to provinces for a Quota Year shall not be changed at any date later than February 1 of that Year and shall be used as a basis for determination of utilization for that Year.

2. Les besoins canadiens estimatifs attribués aux provinces pour une année de quota ne doivent être modifiés à aucun moment après le 1er février de l'année en question et doivent servir à déterminer l'utilisation pour ladite année.

Actual Requirements

3. Actual Requirements for a Quota Year shall be the amount of Estimated Canadian Requirements actually experienced in that Quota Year as determined by the Commission.

3. Les besoins réels pour une année de quota sont la quantité équivalant aux besoins canadiens estimatifs qui se sont réalisés au cours de l'année de quota, et qui est déterminée par la Commission.

Besoins réels

Final Estimated Canadian Requirements

4. Final Estimated Canadian Requirements for a Quota Year shall be:

a) the February 1 Estimated Canadian Requirements if Actual Requirements for the Quota Year are equal to or greater than the Estimated Canadian Requirements at Feb. 1.

b) the Actual Requirements if they are less than the Estimated Canadian Requirements at February 1 but greater than or equal to the final Estimated Canadian Requirements of the immediately preceding Quota Year.

c) the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding year if Actual Requirements are less than Estimated Canadian Requirements at February 1 and less than the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year.

d) the February 1 Estimated Canadian Requirements if this is less than the Final Estimated Canadian Requirements of the immediately preceding Quota Year.

4. Les besoins canadiens estimatifs finals pour une année de quota sont:

a) les besoins canadiens estimatifs au 1er février si les besoins réels pour l'année de quota sont égaux ou supérieurs aux besoins canadiens estimatifs au 1er février;

b) les besoins réels si ceux-ci sont inférieurs aux besoins canadiens estimatifs au 1er février, mais supérieurs ou égaux aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente;

c) les besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente si les besoins réels sont inférieurs aux besoins canadiens estimatifs au 1er février et inférieurs aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente;

d) les besoins canadiens estimatifs au 1er février si ceux-ci sont inférieurs aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente.

Besoins finals

Rule for 1st application of increases or decreases

5. The shares of each province of the Final Estimated Canadian Requirements for the Quota Year 1982/83 shall be deemed to be those in effect as of February 1, 1983. The rules for allocation of increases or decreases in Estimated Canadian Requirements will first apply on August 1, 1983 to the shares of each province of Estimated Canadian Requirements as of February 1, 1983.

5. Les parts des besoins canadiens estimatifs finals de chaque province pour l'année de quota 1982-1983 sont considérées comme étant celles en vigueur le 1er février 1983. Les règles relatives à la répartition des augmentations ou des réductions par rapport aux besoins canadiens estimatifs seront appliquées pour la première fois le 1er août 1983 aux parts des besoins canadiens estimatifs de chaque province applicables au 1er février 1983.

Règle pour la première répartition des augmentations ou réductions

Initial percentage shares

6. The initial percentage shares of Estimated Canadian Requirements for a Quota Year shall be the percentage share of each province of the Final Estimated Canadian Requirements of the immediately preceding Quota Year, pursuant to paragraph 8, plus increases or minus decreases in its percentage share determined pursuant to interprovincial adjustments (paragraph 9).

Parts procentuelles initiales

6. Les parts procentuelles initiales des besoins canadiens estimatifs pour une année de quota sont constituées de la part procentuelle des besoins canadiens estimatifs finals de chaque province pour l'année de quota immédiatement précédente conformément à l'article 8, plus les augmentations, ou moins les réductions, établies par suite des ajustements interprovinciaux (article 9).

Allocation of changes to Estimated Canadian Requirements

7. The initial percentage shares of Estimated Canadian Requirements for each province shall be determined for a Quota Year, and when Estimated Canadian Requirements are established at the beginning of, or up to February 1 of the Quota Year shall be allocated, subject to paragraphs 12, 13, 14 and 15 in the following manner;

i) If Estimated Canadian Requirements are established at the beginning of, or up to February 1 of a Quota Year at a level equal to or lower than the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year, the percentage share of each province shall be its initial percentage share determined pursuant to paragraph 6.

ii) If Estimated Canadian Requirements are established at the beginning of, during, or as finally determined for a Quota Year, at a level greater than the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year, the shares of Estimated Canadian Requirements of the provinces shall be determined by first allocating to them the amount represented by their initial percentage share of the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year and subsequently allocating the amount of the increase in the following manner;

a) the Percentage Utilization in the immediately preceding Quota Year shall be calculated for each province.

b) each province having a Percentage Utilization of 98 per cent or more, or equal to or greater than the National Average Percentage Utilization if such Average is less than 98 per cent, shall be allocated amounts of the increase pro rata to their percentage shares of Estimated Canadian Requirements at February 1 of the immediately preceding Quota Year.

Attribution des variations par rapport aux besoins canadiens estimatifs

7. Les parts procentuelles initiales des besoins canadiens estimatifs de chaque province sont déterminées pour une année de quota et, lorsque les besoins canadiens estimatifs sont établis au début de l'année de quota ou pour la période allant jusqu'au 1er février, elles sont attribuées, sous réserve des articles 12, 13, 14 et 15, de la façon suivante:

i) Si les besoins canadiens estimatifs sont fixés au début de l'année de quota, ou pour la période allant jusqu'au 1er février, à un niveau égal ou inférieur aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente, la part procentuelle de chaque province est sa part procentuelle initiale déterminée conformément à l'article 6.

ii) Si les besoins canadiens estimatifs sont fixés au début ou au cours de l'année de quota, ou par le calcul final, à un niveau supérieur aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente, les parts des besoins canadiens estimatifs des provinces sont déterminées en leur attribuant tout d'abord les quantités représentées par leurs parts procentuelles initiales des besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente et en attribuant ensuite la quantité de l'augmentation de la façon suivante:

a) l'utilisation procentuelle de l'année de quota immédiatement précédente est calculée pour chaque province;

b) chaque province ayant une utilisation procentuelle qui est de 98 pour cent ou plus ou qui est égale ou supérieure à l'utilisation procentuelle nationale moyenne dans le cas où cette moyenne est inférieure à 98 pour cent, se voit attribuer des quantités de l'augmentation au prorata de ses parts procentuelles des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente;

c) when any province participating in the allocation of the increase has received sufficient amount of the increase so that the percentage obtained by dividing its deliveries of Industrial Milk in the immediately preceding Quota Year by its resulting share of Estimated Canadian Requirements, multiplied by one hundred, equals the Percentage Utilization of a province not yet sharing in allocation of the increase, such latter province shall share with the provinces already participating in the allocation, in a further allocation of the remainder of the increase on the same basis as in sub-paragraph iib) above. This procedure shall be repeated until the whole of the increase has been allocated.

c) quand une province quelconque participant à l'attribution de l'augmentation a reçu une quantité suffisante de l'augmentation pour que le pourcentage obtenu en divisant ses livraisons de lait de transformation dans l'année de quota immédiatement précédente par sa part résultant des besoins canadiens estimatifs, le quotient étant multiplié par cent, soit égal à l'utilisation procentuelle d'une province ne participant pas encore à l'attribution de l'augmentation, cette dernière province participe avec les provinces participant déjà à l'attribution à une autre attribution du reste de l'augmentation selon les mêmes modalités qu'au paragraphe ii)b) ci-dessus. Ce processus est répété jusqu'à ce que la totalité de l'augmentation ait été attribuée.

8. For the purpose of establishing initial percentage shares of Estimated Canadian Requirements for a Quota Year pursuant to paragraph 6, percentage shares of Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year shall be calculated, subject to paragraphs 12, 13, 14 and 15 in the following manner:

8. Aux fins d'établir les parts procentuelles initiales des besoins canadiens estimatifs pour une année de quota conformément à l'article 6, les parts procentuelles des besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente sont calculées, sous réserve des articles 12, 13, 14 et 15, de la façon suivante:

i) If Final Estimated Canadian Requirements are established at a level equal to or lower than the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year, the percentage share of each province shall be its initial percentage share determined pursuant to paragraph 6 for the Quota Year.

i) Si les besoins canadiens estimatifs finals sont fixés à un niveau égal ou inférieur aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente, la part procentuelle de chaque province est sa part procentuelle initiale déterminée conformément à l'article 6 pour l'année de quota.

ii) If Final Estimated Canadian Requirements are established at a level less than Estimated Canadian Requirements at February 1 of the Quota Year but greater than the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year, the percentage share of each province shall be calculated in the same manner as provided in sub-paragraph 7 ii).

ii) Si les besoins canadiens estimatifs finals sont fixés à un niveau inférieur aux besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota, mais supérieur aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente, la part procentuelle de chaque province est calculée de la façon décrite au paragraphe 7ii).

iii) If Final Estimated Canadian Requirements are those at February 1 of the Quota Year, the percentage share of each province shall be that at February 1 of that Quota Year.

iii) Si les besoins canadiens estimatifs finals sont ceux en vigueur au 1er février de l'année de quota, la part procentuelle de chaque province sera celle en vigueur au 1er février de cette même année de quota.

Rules for inter-provincial adjustment

9. A share of Estimated Canadian Requirements of each province shall be calculated for purposes of determining gains or losses in percentage shares through interprovincial adjustment, which gains or losses enter into the calculation of initial shares of Estimated Canadian Requirements for the Quota Year. This calculation of shares shall be made in the following manner:

9. Une part des besoins canadiens estimatifs de chaque province est établie aux fins de déterminer les gains ou les pertes en parts procentuelles par suite de l'ajustement interprovincial, lesquels gains ou pertes entrent dans le calcul des parts initiales des besoins canadiens estimatifs pour l'année de quota. Ce calcul des parts s'effectue de la façon suivante:

Règle de l'ajustement inter-provincial

i) A calculation shall be made of the "Unadjusted Percentage Shares" of each of the provinces by application of the formula

$$A \times \frac{B}{C} = D$$

where:

A = is the percentage share of Estimated Canadian Requirements of the province as of February 1 of the immediately preceding Quota Year;

B = is the Percentage Utilization of the province calculated by dividing its deliveries of Industrial Milk in the immediately preceding Quota Year by its share of Estimated Canadian Requirements as of February 1 of the immediately preceding Quota Year, multiplied by one hundred (100). This percentage shall not exceed 100.

C = is the National Average Percentage Utilization of the provinces, weighted according to the shares of Estimated Canadian Requirements of the provinces at February 1 of the immediately preceding Quota Year.

D = is the "Unadjusted Percentage Share" of Estimated Canadian Requirements for the province.

ii) In the case of each province for which its Percentage Utilization as calculated under i) above is less than the National Average Percentage Utilization, an Adjusted Percentage Utilization shall be calculated on that one of the alternative bases set out in paragraph 10 which gives each province its highest Adjusted Percentage Utilization.

iii) If in the case of any province the calculation under ii) gives an Adjusted Percentage Utilization that is greater than or equal to the National Average Percentage Utilization, there shall be no gain or loss in percentage share allocated to the province under this paragraph.

iv) If in the case of any province the calculation under ii) gives an Adjusted Percentage Utilization less than the National Average Percentage Utilization, the percentage share of that province shall be its Adjusted Percentage Utilization divided by the National Average Percentage Utilization times its percentage share of the Estimated Canadian Requirements as of February 1 of the immediately preceding Quota Year, except that

i) Les "parts procentuelles non ajustées" des diverses provinces sont établies en appliquant la formule

$$A \times \frac{B}{C} = D$$

où:

A = représentant la part procentuelle des besoins canadiens estimatifs de la province au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente;

B = représentant l'utilisation procentuelle de la province calculée en divisant ses livraisons de lait de transformation au cours de l'année de quota immédiatement précédente par sa part des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente, le quotient étant multiplié par cent (100). Ce pourcentage ne doit pas excéder 100;

C = représentant l'utilisation procentuelle nationale moyenne des provinces pondérée en fonction de leurs parts des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente;

D = représentant la "part procentuelle non ajustée" des besoins canadiens estimatifs de la province.

ii) Pour chaque province dont l'utilisation procentuelle calculée conformément à i) ci-dessus est inférieure à l'utilisation procentuelle nationale moyenne, une utilisation procentuelle ajustée est calculée en appliquant celle des formules décrites à l'article 10 qui confère à la province l'utilisation procentuelle ajustée la plus élevée.

iii) Pour toute province dont le calcul exécuté conformément à ii) a pour résultat une utilisation procentuelle ajustée qui est supérieure ou égale à l'utilisation procentuelle nationale moyenne, il n'y a pas de gain ni de perte de la part procentuelle attribuée à la province en vertu du présent article.

iv) Pour toute province dont le calcul exécuté conformément à ii) a pour résultat une utilisation procentuelle ajustée inférieure à l'utilisation procentuelle nationale moyenne, la part procentuelle provinciale correspond à son utilisation procentuelle ajustée, divisée par l'utilisation procentuelle nationale moyenne, multipliée par sa part procentuelle des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente, si ce n'est que

a) this percentage share cannot be reduced by a percentage amount greater than two per cent of the province's percentage share of Estimated Canadian Requirements as at February 1 of the immediately preceding Quota Year, and

a) cette part procentuelle ne peut être réduite d'une quantité en pourcentage supérieure à 2 pour cent de la part procentuelle provinciale des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente,

b) if a percentage increase in the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year over the Final Estimated Canadian Requirements for the Year preceding the immediately preceding Quota Year has occurred and if this percentage increase is greater than the percentage increase in the share of Estimated Canadian Requirements of the province over the same period, the difference in percentage amount shall be credited to reduce the maximum percentage loss of 2 per cent under a) above.

b) et que s'il s'est produit une augmentation procentuelle des besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente par rapport aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année précédant l'année de quota immédiatement précédente et que cette augmentation est supérieure à l'augmentation procentuelle de la part de la province sur la même période, la différence de quantité en pourcentage sera portée en réduction de la part maximale en pourcentage de 2 pour cent en vertu de a) ci-dessus.

v) To determine the percentage shares for the Quota Year of those provinces whose Percentage Utilization exceeds the National Average Percentage Utilization, the following procedure shall apply: The aggregate percentage by which the shares of those provinces to which sub-paragraph iv) is applicable has been reduced from their aggregate share of Estimated Canadian Requirements at February 1 of the immediately preceding Quota Year shall be determined. This aggregate percentage shall be allocated to those provinces whose percentage shares are to be determined under this sub-paragraph in proportion to the percentages by which their Unadjusted Percentage Shares exceeded their percentage shares of Estimated Canadian Requirements at February 1 of the immediately preceding Quota Year.

v) Le calcul pour l'année de quota des parts procentuelles des provinces dont l'utilisation procentuelle dépasse l'utilisation procentuelle nationale moyenne se fait de la façon suivante: on détermine la réduction totale en pourcentage des parts des provinces auxquelles s'applique le paragraphe iv) par rapport à leurs parts totales des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente; le pourcentage obtenu est attribué aux provinces dont les parts procentuelles doivent être établies conformément au présent paragraphe, au prorata des excédents de leurs parts procentuelles non ajustées par rapport à leurs parts procentuelles des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente.

Calculation of Adjusted Percentage Utilization

10. In the case of a province for which its Percentage Utilization is less than the National Average Percentage Utilization (paragraph 9 ii), the Adjusted Percentage Utilization of such province shall be determined, subject to the application of the provisions of paragraph 11, to be the sum of the following percentages:

10. Dans le cas d'une province dont l'utilisation procentuelle est moindre que l'utilisation procentuelle nationale moyenne (paragraphe 9 ii)), l'utilisation procentuelle ajustée de cette province est calculée, sous réserve de l'application des dispositions de l'article 11, en faisant la somme des pourcentages suivants:

Calcul de l'utilisation procentuelle ajustée

i) the weighted average of the provincial Percentage Utilization rates of the two immediately preceding Quota Years or the Percentage Utilization of the immediately preceding Quota Year, whichever is greater,

i) la moyenne pondérée des taux provinciaux d'utilisation procentuelle des deux années de quota immédiatement précédentes, ou l'utilisation procentuelle de l'année de quota immédiatement précédente, selon le pourcentage le plus élevé;

ii) the addition of a percentage amount, if applicable, obtained by dividing the decrease in cream deliveries in the immediately preceding Quota Year as compared to the 12 months preceding the immediately preceding Quota Year by the provinces share of the Estimated Canadian Requirements as of February 1st of the immediately preceding Quota Year, multiplied by one hundred, providing that: the Committee is given information and analysis on the operation of its quota system respecting the occurrence of double counting and the occurrence of year end quota adjustment that the Committee accepts as satisfactory.

ii) l'addition d'une quantité en pourcentage, le cas échéant, obtenue en divisant la réduction des livraisons de crème dans l'année de quota immédiatement précédente par rapport aux 12 mois précédant l'année de quota immédiatement précédente, par la part provinciale des besoins canadiens estimatifs au 1er février de l'année de quota immédiatement précédente, le quotient étant multiplié par cent, à la condition qu'une information et une analyse que le Comité considère satisfaisantes soient fournies à ce dernier au sujet du fonctionnement de son système de quotas relativement au double compte et à l'ajustement des quotas en fin d'année.

iii) a percentage amount, if applicable, obtained by dividing the increase in milk delivered by producers and required for Fluid Milk Products in the immediately preceding Quota Year over the amounts required for Fluid Milk Products in the 12 months preceding the immediately preceding Quota Year, divided by the province's shares of Estimated Canadian Requirements at February first of the immediately preceding Quota Year, multiplied by one hundred.

iii) la quantité en pourcentage, le cas échéant, obtenue en divisant l'augmentation des quantités de lait livrées par les producteurs et requises pour les produits de lait de consommation au cours de l'année de quota immédiatement précédente par rapport aux quantités requises pour les produits de lait de consommation au cours des 12 mois précédant immédiatement l'année de quota immédiatement précédente, par la part provinciale des besoins canadiens estimatifs en vigueur le 1er février de l'année de quota immédiatement précédente, le quotient étant multiplié par cent.

11. A province shall be deemed to have an Adjusted Percentage Utilization equal to the National Average Percentage Utilization when, for purposes of interprovincial adjustment, the calculation of its Adjusted Percentage Utilization provides a percentage amount equal to or above 98 per cent.

11. Pour les fins de l'ajustement interprovincial, une province est considérée comme ayant une utilisation procentuelle ajustée égale à l'utilisation procentuelle nationale moyenne quand le calcul de son utilisation procentuelle ajustée donne une quantité en pourcentage égale ou supérieure à 98%.

Rule for protection to P.E.I.

12. When Estimated Canadian Requirements are established at the beginning of or up to February 1 of a Quota Year, or when Final Estimated Canadian Requirements are established for a Quota Year at a level lower than the Final Estimated Canadian Requirements for the immediately preceding Quota Year, the percentage share of Estimated Canadian Requirements for Prince Edward Island shall not, in absolute amount, be reduced to below 2.948 million kilograms of butterfat, or the absolute amount represented by its initial share of Estimated Canadian Requirements for the Quota Year whichever is the lesser.

Règle pour la protection de l'Île-du-Prince-Édouard

12. Quand les besoins canadiens estimatifs sont fixés au début de l'année de quota, ou pour la période allant jusqu'au 1er février de l'année de quota, ou quand les besoins canadiens estimatifs finals sont fixés pour une année de quota à un niveau inférieur aux besoins canadiens estimatifs finals pour l'année de quota immédiatement précédente, la part procentuelle des besoins canadiens estimatifs de l'Île-du-Prince-Édouard ne devra pas, en quantité absolue, être réduite à moins de 2,948 millions de kilogrammes de matière grasse ou de la quantité absolue représentée par sa part initiale des besoins canadiens estimatifs pour l'année de quota, selon le moindre des deux.

13. In the event the protection afforded Prince Edward Island against a reduction in Estimated Canadian Requirements takes effect, the shares of Estimated Canadian Requirements of the other provinces having first been reduced pursuant to paragraphs 7 and 8 shall be further reduced as required pro rata to their respective shares of Estimated Canadian Requirements then in effect.

13. Advenant que la protection accordée à l'Île-du-Prince-Édouard contre une réduction des besoins canadiens estimatifs prendrait effet, les parts des besoins canadiens estimatifs des autres provinces qui auraient été réduites une première fois conformément aux articles 7 et 8 seraient réduites à nouveau, au besoin, au prorata de leurs parts respectives des besoins canadiens estimatifs alors en vigueur.

Cumulative record of P.E.I.

14. A cumulative record shall be kept, in a manner determined by the Committee, of reductions in amounts of Estimated Canadian Requirements that would have been experienced by Prince Edward Island in the absence of the provision of paragraph 12.

14. Il sera tenu, d'une manière déterminée par le Comité, un registre cumulatif des réductions des quantités des besoins canadiens estimatifs qu'aurait subies l'Île-du-Prince-Édouard en l'absence de la disposition de l'article 12.

Registre cumulatif de l'Î.-du-P.-É.

Rule for allocation of increase in Estimated Canadian Requirements to P.E.I.

15. When increases in amounts of Estimated Canadian Requirements would otherwise be allocated to Prince Edward Island as a result of global increases in Estimated Canadian Requirements, these shall not be allocated to Prince Edward Island, but instead shall be deducted from the cumulative record provided for in paragraph 14, until the balance in that record has been reduced to zero. Amounts unallocated to Prince Edward Island under this provision shall be allocated to the other provinces pro rata to their shares in effect after the increase in Estimated Canadian Requirements has been apportioned to all other provinces.

15. Si des montants résultants des augmentations des besoins canadiens estimatifs devaient être attribués à l'Île-du-Prince-Édouard par suite d'augmentations globales des besoins canadiens estimatifs, ces montants ne seraient pas attribués à l'Île-du-Prince-Édouard, mais seraient plutôt portés en réduction du registre cumulatif prévu à l'article 14, jusqu'à ce que le solde de ce registre ait été ramené à zéro. Les quantités non attribuées à l'Île-du-Prince-Édouard en vertu de cette disposition sont attribuées aux autres provinces au prorata de leurs parts en vigueur une fois que l'augmentation des besoins canadiens estimatifs a été répartie proportionnellement entre toutes les provinces.

Règle pour l'attribution des augmentations des besoins canadiens estimatifs à l'I.-du-P.-É.

First inter-provincial

16. Interprovincial adjustments of shares according to the provisions of paragraph 9 shall first take place at the end of 1983/84 thus establishing shares for 1984/85.

16. Les ajustements interprovinciaux des parts en conformité des dispositions de l'article 9 se feront la première fois à la fin de 1983/84, établissant ainsi les parts pour 1984/85.

Premier ajustement inter-provincial

Preliminary calculation of shares

17. Because the calculation of Utilization of the provinces, Final Estimated Canadian Requirements and Actual Requirements for the immediately preceding Quota Year cannot be finally calculated until after the beginning of the Quota Year, a preliminary calculation of shares shall be made using a preliminary estimate of Actual Requirements and Utilization based on June 1 to May 31 data for Industrial Milk deliveries and increases in milk required for Fluid Milk Products, as guidance to the provinces in allocation of quota to individual producers, but on the understanding that discrepancies between preliminary and final calculations in no way alter the obligation of any province to operate in accordance with the latter when these have been made.

17. Comme le calcul de l'utilisation des provinces et le calcul final des besoins canadiens estimatifs finals et des besoins réels pour l'année de quota immédiatement précédente ne peuvent finalement se faire qu'après le début de l'année de quota, un calcul préliminaire des parts est fait en se fondant sur une estimation préliminaire des besoins réels et de l'utilisation déterminée en fonction des livraisons de lait de transformation et de l'augmentation des quantités de lait requises pour les produits de lait de consommation au cours de la période allant du 1er juin au 31 mai, afin d'aider les provinces à attribuer les quotas aux producteurs individuels. Il est cependant entendu que les écarts entre le calcul préliminaire et le calcul final ne modifieront en rien l'obligation d'une province de se conformer à ce dernier lorsqu'il aura été effectué.

Calcul préliminaire des parts

Regional arrangements affecting inter-provincial adjustment

18. Two or more contiguous provinces may, at their option, enter into regional arrangements under the provisions of this Agreement whereby at the end of each Quota Year the percentage shares of each province within the same regional arrangement are adjusted among them in accordance with rules for interprovincial adjustment set out in paragraph 9. This intra-regional adjustment shall yield a new set of percentage shares the sum of which shall equal the total of their percentage shares before the adjustment. This adjustment having been determined, national interprovincial adjustment shall be determined as provided in paragraph 9, except that for purposes of those calculations the new percentage shares as arrived at by the preceding regional calculations shall be deemed to be the shares of Estimated Canadian Requirements of those provinces for the preceding Quota Year for purposes of determining Utilization. In addition, if as a result of regional adjustment, a province has lost a percentage share of Estimated Canadian Requirements, it shall not, in the subsequent national calculation, lose any additional amount that would bring its total percentage loss in share of Estimated Canadian Requirements, to more than two percent except that this two percent maximum loss can be reduced by application of the rule for unshared increase in Estimated Canadian Requirements in sub-paragraph 9 iv) b).

Furthermore,

i) a province that in the absence of the regional adjustment would not have lost share, cannot lose share on a net basis as a result of the combination of the regional and national adjustments, and

ii) a province that in the absence of the regional adjustment would have lost share, cannot gain share in the subsequent national adjustment.

Ententes régionales influant sur l'ajustement inter-provincial

18. Deux provinces contiguës ou plus peuvent, si elles le veulent, conformément aux dispositions du présent protocole, conclure des ententes régionales en vertu desquelles les parts procentuelles de chaque province partie à la même entente régionale sont ajustées entre elles, à la fin de chaque année de quota, d'après les règles concernant l'ajustement interprovincial énoncées à l'article 9. Cet ajustement intra-régional doit donner lieu à un nouvel ensemble de parts procentuelles dont la somme doit être égale au total de leurs parts procentuelles avant l'ajustement. Une fois cet ajustement déterminé, un ajustement interprovincial national est établi conformément à l'article 9, si ce n'est qu'aux fins de ces calculs, les nouvelles parts procentuelles établies par les calculs régionaux précédents sont considérées comme les parts des besoins canadiens estimatifs de ces provinces pour l'année de quota précédente aux fins du calcul de l'utilisation. De plus, si par suite de l'ajustement régional, une province a perdu une part procentuelle des besoins canadiens estimatifs, elle ne perd, dans le calcul national subséquent, aucune quantité additionnelle qui porterait à plus de 2 pour cent la réduction totale en pourcentage de sa part des besoins canadiens estimatifs, si ce n'est que cette perte maximale de 2 pour cent peut être réduite par l'application de la règle énoncée à l'alinéa 9 iv)b) concernant l'augmentation non partagée des besoins canadiens estimatifs.

Enfin,

i) qu'une province qui n'aurait perdu aucune quantité en l'absence de l'ajustement régional, ne peut perdre de quantité absolue par suite de l'intégration des ajustements régional et national, et

ii) une province qui aurait perdu une quantité en l'absence de l'ajustement régional, ne peut acquérir une quantité à l'occasion de l'ajustement national subséquent.

Notification of regional arrangements

19. The Committee shall annually be notified, prior to the beginning of a Quota Year, of intentions of provinces to enter into regional arrangements, pursuant to paragraph 18, and in the absence of such notification, the provisions of paragraph 18 shall not take effect.

Avis d'ententes régionales

19. Le Comité est informé chaque année, avant le début de l'année de quota, des intentions des provinces de participer à des ententes régionales en vertu de l'article 18 et, à défaut de cet avis, les dispositions de l'article 18 ne prennent pas effet.

Rule for approval of special provisions

20. Decisions of the Committee on special rules for the operation of the Plan relating to special provisions for provinces operating on a regional basis or for combining provincial shares of requirements shall be made by unanimous agreement of the Committee.

Règle pour l'approbation de dispositions spéciales

20. Les décisions du Comité concernant des règles spéciales pour l'application du Plan aux provinces qui sont parties à une entente régionale ou pour l'intégration de parts provinciales des besoins doivent faire l'objet d'un accord unanime.

The Signatories	Les signataires
Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers	En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau
Dated at Ottawa	Fait à _____
this 13 day of May 1983.	ce ____ jour de _____ 1983.

CANADIAN DAIRY COMMISSION
COMMISSION CANADIENNE DU LAIT

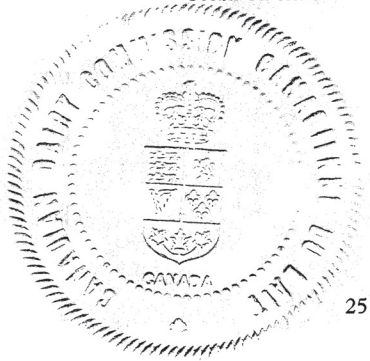
Seal or Witness
Sceau ou témoin

Chairman — Président
Gilles Choquette

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Vice-Chairman — Vice-président
Elwood G. Hodgins

Seal or Witness
Sceau ou témoin



Commissioner — Commissaire
Clifford McIsaac

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Charlottetown

this 30 day of May 1983.

Fait à _____

ce ____ jour de _____ 1983.

PRINCE EDWARD ISLAND
L'ÎLE DU PRINCE ÉDOUARD

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Minister of Agriculture
The Honourable Prowse Chappell

Seal or Witness
Sceau ou témoin

P.E.I. Milk Commission
Francis Mac Auley, Chairman

Seal or Witness
Sceau ou témoin

P.E.I. Milk Market Sharing Quota Board
S.L. Caseley, Chairman

Plan national de commercialisation du lait, 26 juillet 1983

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Truro, N.S.

Fait à _____

this 6th day of July 1983.

ce ____ jour de _____ 1983.

NOVA SCOTIA
NOUVELLE-ÉCOSSE

Seal or Witness
Sceau ou témoin

R.L. MacDougall

Nova Scotia Dairy Commission
R.L. McDougall, Q.C.

Seal or Witness
Sceau ou témoin

T.A. Murray

Nova Scotia Dairy Commission
T.A. Murray, Secretary Manager

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Sussex, N.B.

Fait à _____

this 31st. day of May 1983.

ce ____ jour de _____ 1983.

NEW BRUNSWICK
NOUVEAU-BRUNSWICK

Seal or Witness
Sceau ou témoin

New Brunswick Dairy Product Commission
Gordon Hunter, Chairman

Seal or Witness
Sceau ou témoin

New Brunswick Milk Marketing Board
William H. Sherwood, Chairman

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

Dated at _____

this ____ day of _____ 1983.

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Fait à Québec

ce 26e jour de août 1983.

QUÉBEC

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Ministre de l'Agriculture
de l'Alimentation et des Pêcheries
L'Honorable Jean Garon

Seal or Witness
Sceau ou témoin

L'Honorable Jacques-Yvan Morin
Ministre des Affaires Inter-Gouvernementales

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Régie des marchés agricoles du Québec
Benoît Lavigne, Président

Seal or Witness
Sceau ou témoin

La Fédération des producteurs de lait du Québec
Jacques Boucher, Président

Seal or Witness
Sceau ou témoin

La Fédération des producteurs de lait du Québec
Rosario Bernier, 1er Vice-président

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Toronto

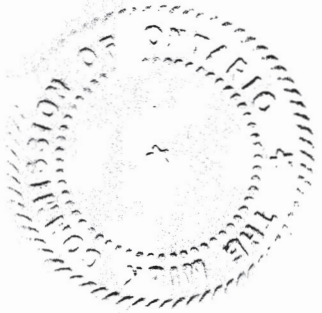
Fait à _____

this 16th day of May 1983.

ce ____ jour de _____ 1983.

ONTARIO

Seal or Witness
Sceau ou témoin

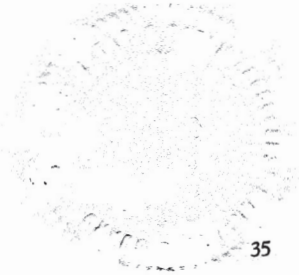


Milk Commission of Ontario
(on behalf of the Government of Ontario)
John McMurchy, Chairman

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Ontario Milk Marketing Board
Kenneth McKinnon, Chairman

Seal or Witness
Sceau ou témoin



Ontario Cream Producers'
Marketing Board

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Winnipeg

this 21 day of Dec 1983.

Fait à _____

ce ____ jour de _____ 1983.

MANITOBA

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Manitoba Milk Producers Marketing Board
A.V. Rampton, Chairman

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Manitoba Natural Products Marketing Council
~~Robert Kapilik, Secretary~~
Gordon H. MacKenzie, Acting Secretary

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Regina

this 26 day of July 1983.

Fait à Regina

ce 26 jour de July 1983.

SASKATCHEWAN

Seal or Witness
Sceau ou témoin

S. H. Barber

Saskatchewan Milk Control Board
Stanley Barber, Chairman

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Saskatchewan Milk Producers Association

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at Edmonton

Fait à _____

this 22 day of June 1983.

ce ____ jour de _____ 1983.

ALBERTA

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Minister of Agriculture
The Honourable Lerroy Fjordbotten

Seal or Witness
Sceau ou témoin

APPROVED AS A BINDING
INTERGOVERNMENTAL AGREEMENT
FOR THE PROVINCE OF ALBERTA

Minister of Federal and
Inter-Governmental Affairs
The Honourable Jim Horsman

Seal or Witness
Sceau ou témoin

Alberta Dairy Control Board
Jim Gylander, Chairman

Barb Pilensky

Now therefore, the signatories to these presents have signed and sealed under the hand of their duly authorized signing officers

En Foi de quoi les fondés de signature dûment autorisés par les signataires ont signé les présentes et les ont revêtues de leur sceau

Dated at VANCOUVER B.C.

this 18TH day of DECEMBER 1983

Fait à _____

ce ____ jour de _____ 1983.

BRITISH COLUMBIA
COLOMBIE-BRITANNIQUE

Seal or Witness
Sceau ou témoin

British Columbia Milk ~~Marketing~~ Board