

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Manitoba Securities Commission
New Brunswick Securities Commission
Nova Scotia Securities Commission
Ontario Securities Commission



Canadian Market
Infrastructure Committee

John Stevenson, Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto, Ontario
M5H 3S8
e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

Me Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal, Québec
H4Z 1G3
e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

September 21, 2012

**Re: Canadian Securities Administrators (“CSA”) Consultation Paper 91-406 on
Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing (the “Consultation Paper”)**

INTRODUCTION

The Canadian Market Infrastructure Committee (“CMIC”) welcomes the opportunity to comment on the Consultation Paper published by the CSA on June 20, 2012 relating to central counterparty (“CCP”) clearing of over-the-counter (“OTC”) derivatives.

CMIC was established in 2010 to represent the consolidated views of certain Canadian market participants on proposed regulatory changes. The membership of CMIC consists of the following: Bank of America Merrill Lynch, Bank of Montreal, Caisse de dépôt et placement du Québec, Canada Pension Plan Investment Board, Canadian Imperial Bank of Commerce, Healthcare of Ontario Pension Plan, HSBC Bank Canada, Manulife Financial Corporation, National Bank of Canada, Ontario Teachers' Pension Plan Board, Royal Bank of Canada, The Bank of Nova Scotia and The Toronto-Dominion Bank.

CMIC brings a unique voice to the dialogue regarding the appropriate framework for regulating the Canadian OTC derivatives market. The membership of CMIC has been intentionally designed to present the views of both the ‘buy’ side and the ‘sell’ side of the Canadian OTC derivatives market, as well as both domestic and foreign owned banks operating in Canada.

OTC derivatives are an important product class used by both financial intermediaries and commercial end-users to manage risk and exposure. Access to OTC derivatives markets is an essential component of the long term financial stability and growth of Canadian financial markets and their participants.

CMIC appreciates the consultative approach being taken by the CSA in considering an appropriate framework for the regulation of CCP clearing of OTC derivatives. CMIC believes that this approach will lay the foundation for the development of a Canadian regulatory structure¹ that will satisfy Canada's G20 commitments by addressing systemic risk concerns in OTC derivatives clearing.

OVERVIEW

CMIC recognizes the importance of CCP clearing of OTC derivatives in the global effort to reduce systemic risk. Many CMIC members currently participate in central clearing platforms and, in advance of any legal requirement, are increasingly operating in a manner that complies with G20 clearing commitments. We support the regulatory progress that has been made internationally towards meeting G20 commitments. We encourage the CSA to continue to work closely with its global counterparts and other international bodies towards the common goal of meeting the G20 commitments. Having a Canadian regime that is not aligned with global standards would place Canadian participants at a severe competitive disadvantage.

In our responses (the "CMIC TR Letter", the "CMIC S&E Letter", the "CMIC S&P Letter" and the "CMIC End-User Letter", respectively, and collectively, the "CMIC Letters")² to the consultation papers issued by the CSA relating to OTC derivatives trade repositories (the "TR Paper"),³ surveillance and enforcement of the OTC derivatives market (the "S&E Paper"),⁴ segregation and portability in OTC derivatives clearing (the "S&P Paper")⁵ and the exemption of end-users of OTC derivatives from certain proposed regulatory requirements (the "End-User Paper"),⁶ we emphasized the need for coordination and cooperation between federal and provincial and territorial regulators to allow each level of government to discharge effectively its respective jurisdictional responsibilities in relation to OTC derivatives. In achieving this coordinated Canadian result, it is important to ensure that the Canadian OTC derivatives regime reflects the existing prudential regulatory jurisdictions that have served the Canadian financial system so well.

Consistent with our position in the previous four CMIC Letters, we submit that a Canadian regulatory framework for OTC derivatives clearing must be harmonized and streamlined to the greatest extent possible across the provinces and territories and with federal authority over systemic risk and must be consistent with developing international standards and protocols for CCP clearing. If there are unique

¹ References to "regulation" or "regulators" within this document will be considered to include market, prudential and systemic risk regulators.

² Response of CMIC dated September 9, 2011 to the TR Paper. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20110909_91-402_cmic.pdf.
Response of CMIC dated January 25, 2012 to the S&E Paper. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20120125_91-403_cmic.pdf.
Response of CMIC dated April 10, 2012 to the S&P Paper. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20120410_91-404_cmic.pdf.
Response of CMIC dated June 15, 2012 to the End-User Paper. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20120615_91-405_cmic.pdf.

³ CSA Consultation Paper 91-402 – Derivatives: Trade Repositories dated June 23, 2011. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20110623_91-402_trade-repositories.pdf.

⁴ CSA Consultation Paper 91-403 – Derivatives: Surveillance and Enforcement dated November 25, 2011. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20111125_91-403_cp-derivatives.pdf.

⁵ CSA Consultation Paper 91-404 – Derivatives: Segregation and Portability in OTC Derivatives Clearing dated February 10, 2012. Available at http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20120210_91-404_segregation-portability.pdf.

⁶ CSA Consultation Paper 91-405 – Derivatives: End-User Exemption dated April 13, 2012. Available at: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20120420_91-405_end-user-exemption.pdf.

features of the Canadian market, they of course need to be recognized in the Canadian regime. With the exception of adhering to the existing prudential regulatory jurisdiction, at this stage, however, CMIC has not identified any feature of the Canadian market or a particular Canadian OTC derivatives product that would necessitate any departure from such emerging international standards and protocols.

Given the substantial international progress that has been made towards OTC derivatives regulatory reform, CMIC is of the view that the Canadian OTC derivatives regime for the regulation of CCP clearing must be consistent with and complement the global landscape. If any additional significant regulatory hurdles are included in the Canadian regime that are unique to Canada, then there could be a serious risk of placing Canadian OTC derivatives market participants at a disadvantage by impeding their access to global markets. As noted in the introduction to the Consultation Paper, the Canadian OTC derivatives market comprises a relatively small share of the global market. Because of Canada's relative position in the global market, CMIC submits that Canada should not impose additional regulatory requirements for CCP clearing of OTC derivatives, as such requirements would create barriers to access for Canadian market participants.

In developing the Canadian regulatory regime for OTC derivatives, including with respect to CCP clearing, it will be important to adopt accepted international standards such as the principles for financial market infrastructures (the "FMI Principles")⁷ published by the Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Although not yet finished, the global regulatory structure and approach relating to CCP clearing of OTC derivatives has become clearer and more robust in recent months. Of critical importance from a Canadian perspective has been the movement in jurisdictions that are most comparable to Canada towards regional adoption of a global model.⁸ CMIC supports this approach of regional adoption in Canada of a global model.

CMIC has studied the issue of whether the regulatory regime in Canada should require all Canadian market participants to effect their clearing through domestic Canadian clearing infrastructure. CMIC recognizes that the OTC derivatives market continues to evolve in terms of technology, regulatory requirements and market dynamics. Market participants should be free to develop domestic clearing infrastructure where they see opportunity. CMIC believes that legally requiring clearing through domestic clearing infrastructure in Canada would not advance stated regulatory objectives.

As noted above, CMIC is in favour of CCP clearing and is cognizant of its value as a risk reduction mechanism. However, we think that in certain circumstances CCP clearing can actually increase, rather than decrease, risk in the OTC derivatives market. One such circumstance would arise if OTC derivatives transactions between members of an affiliated group are required to be centrally-cleared. By mandating CCP clearing of such trades, regulators will, among other things, materially alter an important risk management tool available within affiliated groups, increase counterparty exposure outside the group and externalize risk that would otherwise be allocated within the affiliated group.

⁷ Available at <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>.

⁸ Examples include Australia (see *Implementation of a framework for Australia's G20 over-the-counter derivatives commitments*, a consultation paper of the Australian Treasury released in April 2012 and available at <http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Consultations%20and%20Reviews/2012/Over%20the%20counter%20derivatives%20commitments%20consultation%20paper/Key%20Documents/PDF/OTC%20Framework%20Implementation.pdf.ashx>) and Hong Kong (see *Consultation paper on the proposed regulatory regime for the over-the-counter derivatives market in Hong Kong*, a consultation paper of the Hong Kong Monetary Authority and Securities and Futures Commission consultation paper released in October 2011 and available at <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=11CP6>).

We urge the CSA to strongly consider a broad exemption from the CCP clearing obligation for intra-group transactions. Please see our response to Question 5 below in further support of this position.

SUMMARY OF RESPONSE

The following is a summary of CMIC's response to those sections of the Consultation Paper that were not fully addressed in the 12 specific questions posed by the CSA. After this summary, you will find CMIC's response to those questions.

Mandatory CCP Clearing

CMIC agrees that the factors described in the Consultation Paper are relevant to the determination of whether an OTC derivatives contract should be subject to a mandatory clearing obligation. Other important considerations include (i) whether there is an appropriate clearing venue for the contract, (ii) whether mandatory clearing would have significant adverse effects on the existing market for the contract and (iii) whether the contract is subject to a mandatory clearing obligation in other jurisdictions. We would also suggest that, prior to mandating a clearing obligation for a particular contract, participants should be granted a transition period to allow time for the market to adapt. Bearing each of these factors in mind, CMIC is of the view that a bottom-up approach is most appropriate, in particular at this early stage in the regulation of CCP clearing. Such an approach will allow regulators to be flexible as the market evolves and as increasingly sophisticated products are cleared through CCPs. We recognize, however, that as more market information becomes available through trade repositories it may be appropriate to employ a top-down approach as well to allow regulators to identify products that are systemically important and that should be subject to a mandatory clearing obligation. In any case, it is imperative that mandatory clearing obligations are imposed on the basis of globally-accepted criteria in order to avoid the creation of an uneven playing field.

When considering the practicalities of implementing a mandatory clearing obligation in Canada, CMIC submits that the process must be as streamlined and efficient as possible. In particular with respect to the submission by CCPs of derivatives for regulatory review, the process should not be so onerous as to discourage foreign CCPs from doing business with Canadian market participants. In an effort to avoid this unintended effect, CMIC suggests that the CSA work together, and in concert with a federal authority, to allow CCPs to have one point of regulatory contact in Canada. This approach will reduce the administrative burden on both regulators and CCPs by avoiding an unnecessary duplication of effort across the country and by allowing the CSA to maintain one central register of those derivatives which have been determined to be eligible for central clearing and those that are subject to a mandatory clearing obligation. To further reduce any duplication of effort, it may also be appropriate to consider a passporting regime with certain international regulators,⁹ such as the U.S. Commodity Futures Trading Commission ("CFTC") and/or European Securities and Markets Authority. If a specified non-Canadian regulator (approved as such by Canadian regulators) has approved a derivative submitted by a particular CCP, in a passport system, the applicable Canadian regulatory authority would conduct a much more limited review of such derivative than would be required if it had not been previously reviewed by another approved regulator.

⁹ Passporting regimes have long been accepted in the Canadian regulation of public securities offerings. Not only are there aspects of passporting permitted in the domestic distribution of securities publicly within Canada, but the same approach by Canadian securities regulators is seen in certain cross-border offering contexts. For example, the multijurisdictional disclosure system (MJDS) was adopted by the CSA and the U.S. Securities and Exchange Commission in 1991. MJDS provides North American issuers with the ability to access markets in Canada and the U.S. while complying with the prospectus requirements in only their home jurisdiction.

In the event that no CCP accepts a derivative for clearing once it has been determined that it is subject to a mandatory clearing obligation, CMIC does not think that it should be necessary for the market regulator to impose additional capital or margin requirements or other trading restrictions on the derivative. If the appropriate criteria have been employed in making the mandatory clearing determination, we expect that it would be unusual for such a situation to occur, and if it does occur, that there is likely a market-driven reason. As a result, we anticipate that the market will self-correct with respect to the derivative in question without the need for additional regulatory intervention.

Similarly, if the market regulator determines that a derivative is no longer suitable for central clearing, we would also expect this to be the result of a market-driven response to the relevance of the product. However, we agree that the decision to remove a product from the mandatory clearing obligation should be subject to a public comment period and to a consideration of a similar set of factors that were employed to make the initial mandatory clearing determination.

As discussed throughout this section, CMIC generally supports the introduction of a mandatory clearing obligation. However, we also perceive the potential for over-regulation in this area. Market participants that are subject to prudential regulation will be faced with strong incentives to centrally clear, in particular once the Basel III regulatory capital framework is implemented. Such incentives will also have an impact on unregulated counterparties as the increased costs associated with bilateral trades are passed on to the market. It is reasonable to expect that once these incentives are in place the market will self-correct in favour of central clearing on a voluntary basis. It will not be necessary to impose a mandatory clearing obligation on a particular product where there is no clear presence of systemic risk.

Lastly, it is important to note that, even if there is no mandatory clearing obligation in relation to a particular product, such a product should not be ineligible for clearing. Voluntary clearing of non-mandated clearing products should be a feature of the Canadian regime.

Recognition of CCPs

Consistent with the approach suggested above with respect to the determination of whether an OTC derivatives contract should be subject to a mandatory clearing obligation, CMIC submits that it is very important that the Canadian process for the recognition of CCPs be seamless from the CCP's perspective. Regardless of whether the CCP is foreign or domestic, it will be essential to the efficiency of the process, and by extension, to the efficiency of the OTC derivatives market, that the CSA work together, and in concert with a federal authority, to provide CCP's with a single point of regulatory contact in Canada. As suggested above with respect to mandatory CCP clearing, it may also be appropriate to consider a passporting regime with certain international regulators, such as the CFTC and/or the United Kingdom Financial Services Authority, whereby if a specified regulator has approved a particular CCP, the applicable Canadian regulatory authority would conduct a much more limited review of such CCP than would be required if it had not been previously approved by another approved regulator.

The criteria to be employed by the applicable Canadian regulatory authority when considering a CCP for recognition must be consistent with the developing global regulatory framework, including the FMI Principles, and must also be flexible enough to evolve with the global framework. Such an approach is consistent with the proposed multi-jurisdictional oversight framework recommended by the CSA in the Consultation Paper, as it will be difficult for Canadian regulators to participate in a cooperative oversight regime if its CCP criteria are not harmonized with international standards. Further, to the extent that Canadian CCP criteria are inconsistent with, or more onerous than, globally-accepted standards, there is a serious risk that Canadian market participants will be disadvantaged and that Canada's ability to meet the G20 commitments will be jeopardized.

Governance

As discussed above in the Overview section of this letter, the Canadian OTC derivatives market comprises a relatively small share of the global market, making it very difficult for Canada to impose additional or unique regulatory requirements on CCPs without creating barriers to access for Canadian market participants. In CMIC's view, CCP governance is not an exception to this statement. While we recognize the importance of requiring CCPs to have a strong governance regime, we don't believe that there are any uniquely Canadian concerns that would warrant the imposition of governance requirements that are in addition to, or that are different than, such internationally-accepted standards.

SPECIFIC RESPONSES TO CSA PAPER QUESTIONS

- 1. Do you consider that product characteristics of any OTC derivative asset classes make them eligible for CCP clearing based on the factors set out herein? If so, what asset classes would you exclude, and for what reasons?**
- 2. For which asset classes do you consider CCP clearing is inappropriate or not currently feasible based on the factors described herein and for what reasons?**

NB: The following is a combined response to Questions 1 and 2.

The determination of whether a product is subject to a mandatory clearing obligation should be based primarily upon the effect such obligation would have on the safety and soundness of the OTC derivatives markets. Systemic risk is central to these determinations. CMIC is of the view that this can be achieved by weighing the factors set out in the Consultation Paper. For example, the fact that a contract is or can be sufficiently standardized should not in and of itself be enough to subject that contract to a mandatory clearing obligation, in particular if there is not sufficient liquidity in the contract to allow it to be effectively cleared. Applying the relevant factors, CMIC submits that, at this time, interest rate swaps are an appropriate candidate for CCP clearing. CMIC recognizes that as the OTC derivatives markets and related technologies evolve, it may well become appropriate to subject increasingly complex asset classes to the mandatory clearing obligation. Any such determination, however, should be made with a view towards harmonization with international standards. Canadian OTC derivatives market participants should not be disadvantaged by onerous standards that are not consistent with international standards.

CMIC also submits that foreign exchange swaps (including physically settled foreign exchange spot and forward transactions) should be excluded from the mandatory clearing obligation. As the foreign exchange market is, on a percentage basis, larger in Canada than in other countries, it is of critical importance that the Canadian regime is aligned with global standards in relation to foreign exchange transactions. The primary reason for excluding such asset classes from mandatory clearing is that they have a different risk profile from most other classes of derivatives. As they are predominately short-term instruments, foreign exchange transactions face minimal counterparty credit risk and instead are primarily subject to settlement risk. Such settlement risk, however, is largely mitigated through the widespread use of payment-versus-payment settlement systems, including CLS Bank International, which prevent settlement if either party defaults.¹⁰ The relatively short duration of such contracts also serves to reduce counterparty credit risk and leaves little, if any, additional benefit from

¹⁰ CLS Bank International does not guarantee the settlement or funding of underlying transactions, however, the payment instructions for both sides of a foreign exchange transaction are settled simultaneously. In the event payment instructions are not matched or necessary funding and risk management requirements are not satisfied, the payment instruction will be rejected, thereby ensuring no loss of principal. See CLS Bank International Currency Program Briefing Book available at http://www.cls-group.com/Publications/CLS_Currency_Programme_Briefing_Book.pdf.

CCP clearing. These are consistent with the reasons given by the US Treasury in its preliminary determination that foreign exchange transactions would not be subject to mandated clearing.¹¹ The US Treasury is expected to release its final determination regarding the exemption of foreign exchange transactions in the near term. In order to further the goal of international harmonization, Canadian regulators should be very hesitant to deviate from this global approach as domestic rules regarding CCP clearing are developed.

3. What are the costs and risks involved in moving particular derivatives or classes of derivatives transactions to CCP clearing that regulators should consider in determining if a derivative should be subject to a CCP clearing requirement?

In determining whether a derivative should be subject to CCP clearing, regulators should consider the economic costs associated with clearing, such as clearing house fees. Fixed-fee structures can be burdensome to smaller market participants and may deter them from using derivatives as a risk-management tool if the derivatives are subject to a mandatory clearing obligation. Regulators should also consider what impact, if any, a mandatory clearing obligation might have on margin requirements and liquidity in the market. If there are higher margin requirements for non-centrally cleared derivatives, it is likely that the market will move towards CCP clearing of such derivatives on a voluntary basis, which would reduce margin requirements and improve liquidity in the market, negating the need for mandated CCP clearing. Regulators should also bear in mind the potential for concentration risk if market participants are using one CCP to clear all OTC derivatives transactions.

4. Does a deferred submission, be it measured in minutes, hours or days, engender significant counterparty or other risks that would make the imposition of a strict timeframe for submission to a CCP, and the acceptance by the CCP necessary?

The integrity of the system depends on the timeliness with which trades are reflected. In order to minimize systemic risk, it is important that counterparties submit trades to a CCP and are informed by the CCP of the acceptance or rejection of a trade as soon as possible. In CMIC's experience, the affirmation process currently employed by CCPs is nearly immediate. To the extent that contracts are standardized and eligible to be cleared, CCPs should be able to confirm acceptance or rejection instantly. However, CMIC submits that any strict timeframe imposed must recognize that (i) given the global nature of the OTC derivatives market it may not be possible for submission and notification of acceptance or rejection to all occur within the business day applicable to each relevant party, (ii) a high volume of trade activity often occurs at or near the close of the trading day, and (iii) CCPs may process trades for acceptance or rejection in batches, all of which may result in some level of delay. In that regard, CMIC suggests that, if the regulators determine that a strict timeframe should be imposed, a 24-hour window from the time the trade is executed¹² would be an appropriate timeframe that should not expose the system to undue risk. It may also be appropriate to build in additional timing flexibility for trades that are cleared voluntarily¹³ or back-loaded.

¹¹ See the Notice of Proposed Determination – Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act, 76 Fed. Reg. 25774, 25776 (May 5, 2011).

¹² The regulators may wish to consider clarifying what constitutes "execution", as counterparties may interpret this differently depending on the type of swap. One suggestion is to define the concept of "execution" as including the presence of an agreement between counterparties to use a particular CCP for a particular trade.

¹³ This is consistent with the approach taken by the CFTC. See the comments of the CFTC to the Final Rule – Customer Clearing Documentation, Timing of Acceptance for Clearing, and Clearing Member Risk Management, 77 Fed. Reg. 21278, 21285 (April 9, 2012).

5. The Committee asks whether an exemption from mandatory CCP clearing for intra-group transactions is appropriate, including a description of the risks that they could pose to the marketplace and the costs of migrating such transactions to a CCP.

CMIC firmly believes that a broad exemption from mandatory CCP clearing for intra-group transactions is a necessary component of the proposed Canadian framework for the regulation of CCP clearing of OTC derivatives, provided that the parties to the trade have centralized risk management policies and procedures in place. This is consistent with the European Market Infrastructure Regulation (“EMIR”), which provides a clearing exemption for inter-affiliate transactions where the affiliated group is subject to appropriate centralized risk management, measurement and control procedures.¹⁴ In further support of its position, CMIC also notes the joint submission of the International Swaps and Derivatives Association (“ISDA”) and the Securities Industry and Financial Markets Association (“SIFMA”) to the CFTC requesting the exemption of inter-affiliate trades from the rules implementing Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act on the basis that externalizing risk that could otherwise be managed within an affiliated group will actually serve to increase risk in the market without offsetting benefits.¹⁵

CCP clearing is intended to mitigate systemic risk, including by limiting the impact on counterparties of an entity’s default. As noted in the SIFMA/ISDA Letter, this objective is not achieved by mandating CCP clearing of intra-group transactions, in particular since the market already perceives the group as being integrated.¹⁶ If a party to a non-centrally cleared intra-group transaction defaults on its obligations the risk is reallocated within the affiliated group, but such an event should not be a factor for the broader OTC derivatives market.¹⁷ If such trades are cleared, the effect of a default would extend beyond the affiliated group. Further, since swaps are just one part of any affiliated group’s risk management plan, subjecting intra-group OTC derivatives transactions to the CCP clearing obligation will impede the group’s ability to manage risk effectively on a centralized basis, necessitate the revision of existing risk management procedures and increase the group’s risk management costs, which inevitably will need to be passed along to the group’s clients.¹⁸

The Consultation Paper makes reference to the possibility of increased risk to the market if intra-group transactions are allowed a broad exemption from the CCP clearing obligation. After much consideration, it is unclear to the members of CMIC how such an exemption could increase risk to the market if the parties in question are complying with appropriate risk management policies and controls. Indeed, our conclusion would be that risk to the market is actually increased if intra-group transactions are cleared. As a result, CMIC fails to see the value in subjecting intra-group trades to the CCP clearing obligation.

CMIC notes that in the CFTC’s commentary accompanying the final rule on the End-User Exception,¹⁹ the CFTC took the position that a party could elect that an inter-affiliate swap is exempt if one party to the swap is a non-financial entity that could elect to use the end-user exception if it entered into a swap with a third party. The CFTC also acknowledged that general clearing relief for inter-affiliate

¹⁴ See the final text of EMIR adopted by the European Parliament on 29 March 2012, available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+20120329+SIT-01+DOC+WORD+V0//EN&language=EN> at Article 3.

¹⁵ Letter of ISDA and SIFMA to the CFTC. May 14, 2012 (the “SIFMA/ISDA Letter”). Available at <http://www2.isda.org/attachment/NDM5OA==/CFTC%20-%20Inter-affiliate%20clearing%20FINAL%2051412.pdf>.

¹⁶ *Ibid* at 3.

¹⁷ *Ibid* at 4.

¹⁸ *Ibid* at 5.

¹⁹ Final Rule – End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps, 77 Fed. Reg. 42560, 42563 (July 19, 2012).

swaps was outside of the scope for the End-User Exception, but that commenters had raised issues warranting further review.²⁰ The CFTC recently completed such review and released a proposed rule exempting certain inter-affiliate swaps from clearing.²¹ The Proposed CFTC Inter-Affiliate Exemption provides that in order to be exempt from the clearing requirement inter-affiliate swaps must satisfy certain conditions, including that both parties are majority-owned affiliates subject to centralized risk management and whose financial statements are reported on a consolidated basis. We note that the Proposed CFTC Inter-Affiliate Exemption does not exempt parties from fulfilling other requirements in connection with a non-cleared inter-affiliate swap, such as reporting and, in the case of certain financial entities, the posting of variation margin. While CMIC is not opposed to imposing reporting requirements on inter-affiliate swaps, we do not see the benefit of requiring parties to inter-affiliate swaps to post variation margin on non-cleared trades. As discussed above in the response to this Question, swaps are used in tandem with other aspects of an affiliated group's centralized risk management and should not be viewed in isolation. The requirement to post variation margin on inter-affiliate swaps will change the role of such swaps in an affiliated group's overall risk management strategy. Further, and as noted by CFTC Commissioners Jill Sommers and Scott O'Malia in their joint statement of dissent, "it is not clear that this requirement will do anything other than create administrative burdens and operational risk while unnecessarily tying up capital that could otherwise be used for investment."²² Commissioners Sommers and O'Malia also note that they support a harmonized global approach and that, contrary to such an approach, the requirement to post variation margin on inter-affiliate swaps is largely inconsistent with the requirements included in EMIR. CMIC supports the dissenting views of Commissioners Sommers and O'Malia and encourages Canadian regulators to take their dissent into account in formulating the Canadian exemption from mandatory CCP clearing for inter-affiliate swaps.

6. Is it appropriate to ensure that Canadian market participants have meaningful input into operational decisions of a CCP operating in Canada?

Canadian market participants should be granted input into operational decisions of a CCP operating in Canada to the same extent that such input is granted in other jurisdictions. However, given that CCPs will be subject to international standards and a proposed multi-jurisdictional regulatory framework, we would expect that any such input could be achieved through those channels rather than through any specific requirements imposed by Canadian regulators. See discussion above under the heading Summary of Response – Governance.

7. Do the Committee's proposals relating to corporate governance of a CCP address potential issues relating to conflicts of interest that may arise in the operation of a CCP? If not, what other measures would address such conflicts of interest?

CMIC is of the view that it is not necessary to impose Canadian-specific governance requirements on CCPs, as CCP governance is adequately addressed by international standards. Provided that such standards remain robust, including by requiring a CCP to be transparent and ensure that a proportion of its board members reflect its diverse stakeholders, conflicts of interest will be appropriately addressed. See discussion above under the heading Summary of Response – Governance.

²⁰ *Ibid.* at 42564.

²¹ Proposed Rule –Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities, 77 Fed. Reg. 50425 (August 21, 2012). ("Proposed CFTC Inter-Affiliate Exemption")

²² Joint Statement of Dissent by Commissioners Jill Sommers and Scott O'Malia, Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities, August 16, 2012. Available at <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/omailastatement081612>.

8. The Committee seeks public comment on the relevance of developing rules allowing for access to CCPs regardless of trading venue. Is this of concern in the Canadian marketplace at this time or in the future?

CMIC submits that market participants should have the ability to determine the manner in which their respective trades are executed. Restrictions imposed on the trading venues that can be employed by participants wishing to access CCP clearing could have a negative impact on Canadian participants in any number of ways. Examples include: (i) where a CCP prohibits clearing of OTC derivatives contracts transacted on a trading venue preferred by Canadian participants, (ii) where a CCP accepts trades from only one particular trading venue and that trading venue does not accept trades from Canadian participants, and (iii) where a CCP gives preferential pricing to a particular trading venue and that trading venue is not preferred by Canadian participants. Provided that a trading venue complies with the safety and soundness rules established by the CCP and thus does not introduce undue risk to the CCP, the decision of a CCP on whether to clear a trade should not be impacted by the trading venue.

9. The Committee asks for comment on the type of information that a CCP should provide and that should be made publicly available.

CMIC recommends that information provided by a CCP should be limited to the aggregate notional amounts traded, margin requirements and the number of participants. If regulators require additional information, this should be obtained either directly from trade repositories or through existing reporting obligations so as not to duplicate efforts. Similarly, CMIC submits that it is critical that Canadian regulators designate a single Canadian point of contact to which all such information will be directed to avoid the unnecessary operational burden of reporting to each province and territory in which a CCP conducts business. See discussion above under the heading Summary of Response – Mandatory CCP Clearing.

While CMIC submits that only aggregate information should be disclosed to the public, CMIC would also support the publication by CCPs of generic margin requirements (by product or transaction type) in order to demonstrate the safety and soundness of CCP clearing.

10. Generally, the Committee has endeavoured to follow international recommendations in the development of recommendations for Canada in this paper. Are there recommendations that are inappropriate for the Canadian market?

CMIC supports the harmonization of Canadian CCP clearing requirements with developing international recommendations. We are of the view that such recommendations are appropriate for the Canadian market. The imposition of additional or contradictory requirements in Canada would only inhibit access by Canadian market participants to international CCP clearing infrastructure. We have not been able to identify any unique Canadian features of the OTC derivatives market in Canada that require unique features of the Canadian regime. See discussion above under the heading Overview.

11. Are there changes to the existing regulatory framework that would be desirable to accommodate a move to CCP clearing?

12. Do you consider that any changes need to be made to Canadian law to facilitate the efficiency of OTC derivatives clearing, either through a domestic or foreign CCP? If so, what changes and for what reasons?

NB: The following is a combined response to Questions 11 and 12.

Yes, there are changes to the existing regulatory and legislative framework that are needed to accommodate a move to CCP clearing and to facilitate the efficiency of OTC derivatives clearing.

We have previously mentioned some of these changes in the CMIC S&P Letter. There are four fundamental legislative requirements, the importance of which cannot be overemphasized. In summary, they are as follows:

- Provincial personal property security acts are required to be amended to address the perfection of security interests in cash collateral by way of control. This change will allow Canadian trades to have the same perfection regime as U.S. trades.
- Confidentiality of trade information needs to be addressed so that reporting to trade repositories and clearing agencies does not cause contractual breaches.
- Amendments are required to the *Payment Clearing and Settlement Act (Canada)* (“PCSA”), as discussed below.
- Federal insolvency law requires amendment, as discussed below.

The required PCSA and federal insolvency law amendments are essential to properly manage systemic risk (especially in times of stress) to ensure that, in the event of a clearing member insolvency, indirect customer clearing in Canada operates as expected such that a central counterparty is able to facilitate expeditiously the termination of clearing member relationships, successfully port customer positions (i.e. trades and related collateral) and enforce collateral rights in accordance with its clearing rules. We will outline the nature of these four required legislative changes below.

a) Provincial personal property security acts

As stated in the CMIC S&P Letter, CMIC believes that it is a condition precedent to a properly functioning Canadian OTC derivatives clearing regime that the provincial personal property security acts be amended to allow the perfection of cash collateral by way of control. If not, the clearing arrangements will not work effectively and will not achieve their intended purpose. Achieving these amendments will cause Canadian law to be harmonized with U.S. secured transactions law in this respect. As a business matter, we understand that the absence of such perfection and priority over cash collateral currently causes certain global banks and other financial institutions to impose higher pricing on trades involving Canadian counterparties to compensate for this Canadian risk. Since the relevant jurisdiction is the head office of the party posting collateral, ideally legislation in all Canadian jurisdictions should be similarly amended.

CMIC is supportive of the legislation drafted by a subset of an Ontario Bar Association committee in order to produce the result required in Ontario.

b) Confidentiality

Second, the confidentiality of trade information must be addressed. The central legal need is to have a legal requirement to disclose to a clearing agency and a trade repository information relating to what are usually confidential trades (either by operation of applicable law or by contract). In the absence of such a legal requirement to make such disclosure, there would be no ability for market participants to do so without being in breach of confidentiality obligations. The conventional confidentiality restriction relating to an OTC derivative trade (again, whether such confidentiality arises by operation of law or by the terms of the contract between the counterparties) usually has an exception for disclosure required by applicable law. One approach to ensure that confidential OTC derivative transactions that

have acts in furtherance of a trade in any province or territory are covered is to include such a provision in the necessary amendments to the PCSA so that the relevant legal requirement is available in all provinces and territories of Canada.

c) Payment Clearing and Settlement Act

Third, the PCSA has to be amended.

Under the PCSA, the Bank of Canada is currently responsible for the regulatory oversight of payment and other clearing and settlement systems in Canada for the purpose of controlling systemic risk in the Canadian economy. Where the Bank of Canada is of the opinion that a clearing and settlement system may pose systemic risk to the Canadian economy, the Governor of the Bank of Canada may designate the system if, after consultation with the Minister of Finance, the Minister is of the opinion that the designation is in the public interest. Similar protections apply to a “securities and derivatives clearing house” independently designated by the Minister of Finance under Part II of the PCSA.

Designation by the Governor of the Bank of Canada has two principal consequences for the system. First, designation subjects the system to the Bank of Canada’s regulatory oversight. This will be essential in order to adequately manage the systemic risk in Canada associated with OTC derivatives especially where the primary regulator of such system is not Canadian. Second, designation insulates the system’s settlement rules from the effects of a participant’s insolvency, thus increasing the certainty that legal arrangements governing the operations of the system will result in the expected outcome in periods of financial stress or instability, even if a participant in one of these systems becomes insolvent.

It is therefore crucial that the sections of the PCSA relating to the designation of such a system can apply to (i) central clearing systems clearing OTC derivatives, (ii) participants of such systems, and (iii) clients of participants whose OTC derivatives are being cleared by such participants.

Some of the changes to the PCSA which we have identified, as it relates to OTC derivatives clearing, are as follows:

- remove restrictions relating to settlement of accounts held at the Bank of Canada;
- remove restrictions relating to settlement of payments in only Canadian currency;
- enable the clearing and settlement of delivery obligations and the posting and transfers of collateral;
- expand the definition of “financial collateral” to include assets commonly used as collateral under OTC derivatives, such as precious metals, letters of credit and the proceeds thereof;
- expand the protections under section 13 of the PCSA to include netting agreements between a clearing system member and its clients, whether or not such clearing member or client is a “financial institution” (as defined under the PCSA); and
- amend section 13.1 of the PCSA to ensure that (i) stay protections apply to collateral posted by a domestic CCP to an offshore CCP and (ii) references to “obligations of a clearing

member” are amended to also include “obligations of a client of a clearing member” (in order to capture the agency model²³ of a central clearing counterparty).

In addition to these amendments, amendments to the PCSA could well also be necessary to ensure the enforceability of the porting of trades, as well as, to the extent necessary, the recognition of the applicable segregation model, and to harmonize the Canadian regime with parallel international initiatives relating to the global OTC derivatives markets.

Finally, the power, under the PCSA, to rehypothecate collateral held by a clearing system, free from any adverse claims and regardless of any other law, will be essential to allow each designated clearing system to exercise properly its intended functions, including the application of its settlement rules and the implementation of the principles of full portability to be offered to participants. As such, appropriate powers should be clearly conferred upon the designated clearing and settlement systems. This will require legislative amendments to the PCSA and to Canada’s insolvency laws (as discussed below). In addition, to ensure that client clearing arrangements work effectively, legislative amendments may be required (at both a federal and provincial level) to ensure that collateral pledged by clients to a clearing member and rehypothecated by the clearing member to a clearing system in respect of such clients’ trades is protected in the event of the insolvency of such clearing member.²⁴

d) Federal insolvency acts

Fourth, the three federal insolvency statutes (i.e., *Winding-up and Restructuring Act*, *Bankruptcy and Insolvency Act* and *Companies’ Creditors Arrangement Act*) need to be amended. In order for central clearing to work effectively, legislation must allow for the unrestricted portability of OTC derivatives transactions (along with related collateral) entered into by clients of a defaulting clearing member to a solvent clearing member. In order to achieve this, applicable legislation should exclude fraudulent preference claw-backs, crown super priorities and deemed trusts from OTC derivatives transactions cleared through CCPs designated under the PCSA. In addition, corresponding and complementary amendments to Canada’s insolvency laws must be implemented to ensure that termination and netting rights will operate as expected notwithstanding that a member of a clearing agency may become subject to insolvency proceedings. To the extent that members of clearing agencies may become subject to foreign insolvency proceedings, amendments may also be necessary to the provisions of Canadian insolvency laws that govern the terms of recognition of foreign insolvency proceedings to ensure that legal arrangements governing operations of clearing agencies as a designated clearing and settlement system will result in the expected outcome notwithstanding the foreign insolvency proceedings.

Scope of Amendments

²³ The agency model involves an arrangement whereby a clearing member agrees to enter into a derivatives transaction with a CCP on behalf of a customer. Under this model, the clearing member is an agent for the customer and therefore the obligations to the CCP are those of the customer, and not directly those of the clearing member. In addition, the clearing member also guarantees the obligations of the customer, and is also responsible for collecting and paying margin. This is distinguished from the principal model which involves a customer entering into a bilateral transaction with a clearing member who then enters into a cleared trade with the CCP on the same terms as the transaction it entered into with its customer.

²⁴ Most provincial personal property security laws allow rehypothecation of collateral, however, if a secured party rehypothecates collateral and subsequently goes bankrupt, the pledgor only has an unsecured claim against the secured party for a return of such collateral. Amendments would therefore be required to allow the pledgor to face the CCP directly in respect of any returns of collateral in the event of the insolvency of such clearing member.

Note that the above response to Questions 11 and 12 addresses a clearing and settlement system involving full CCPs. It does not address the possibility of domestic Canadian infrastructure involving a Canadian “pass through” utility. If Canadian requirements ultimately encompass any form of domestic Canadian clearing infrastructure that is not a full domestic CCP, then additional amendments would be required.

CONCLUSION

CMIC believes that continued engagement with the CSA is fundamental to the development of a regulatory framework that meets the G20 commitments and achieves the intended public policy purposes. Thoughtful inclusion by regulators in the development of the CCP clearing regime of the themes set out in the Overview section of this letter will meaningfully contribute to the success of the resulting framework.

The Consultation Paper is the fifth in a series of eight consultation papers that will be issued. To the extent necessary to do so, CMIC reserves the right to make supplementary submissions relating to CCP clearing following the publication of the remaining consultation papers.

CMIC hopes that its comments are useful in the development of a regulatory framework for CCP clearing and that the CSA takes into account the practical implications for all market participants who will be subject to the regime. CMIC welcomes the opportunity to discuss this response with representatives from the CSA.

The views expressed in this letter are the views of the following members of CMIC:

Bank of America Merrill Lynch
Bank of Montreal
Caisse de dépôt et placement du Québec
Canada Pension Plan Investment Board
Canadian Imperial Bank of Commerce
Healthcare of Ontario Pension Plan
HSBC Bank Canada
Manulife Financial Corporation
National Bank of Canada
Ontario Teachers' Pension Plan Board
Royal Bank of Canada
The Bank of Nova Scotia
The Toronto-Dominion Bank

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers
British Columbia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
Nova Scotia Securities Commission
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario



Comité de l'infrastructure
du marché canadien

M. John Stevenson, secrétaire
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, Tour de la Bourse
Montréal (Québec)
H4Z 1G3
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Le 21 septembre 2012

Objet : Document de consultation 91-406 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale (le « document de consultation »)

INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien (Canadian Market Infrastructure Committee) (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation qu'ont publié les ACVM le 20 juin 2012 relativement à la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés de certains participants au marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC est composé des membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, la Caisse de dépôt et placement du Québec, l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque HSBC Canada, la Financière Manuvie, la Banque Nationale du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse et La Banque Toronto-Dominion.

Le CMIC apporte une voix unique dans le dialogue concernant le cadre approprié de réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. La composition du CMIC a été volontairement établie pour présenter les points de vue aussi bien du côté « achat » que du côté « vente » du marché canadien des dérivés de gré à gré, ainsi que des banques nationales et étrangères actives au Canada.

Les dérivés de gré à gré constituent une importante catégorie de produits utilisés tant par les intermédiaires financiers que par les utilisateurs finaux commerciaux pour gérer le risque et l'exposition au risque. L'accès aux marchés des dérivés de gré à gré représente une composante essentielle de la croissance et de la stabilité financière à long terme des marchés financiers canadiens et de leurs participants.

Le CMIC est reconnaissant envers les ACVM de l'approche consultative qu'elles ont retenue pour examiner le cadre réglementaire approprié de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale. Le CMIC estime que cette approche posera les fondations pour l'élaboration d'une structure réglementaire canadienne¹ qui honorera les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20 en se penchant sur les inquiétudes relatives au risque systémique dans la compensation des dérivés de gré à gré.

APERÇU

Le CMIC reconnaît l'importance de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale dans le cadre de l'effort mondial visant à réduire le risque systémique. Bon nombre de membres du CMIC adhèrent actuellement à des plateformes de compensation centrale et, en prévision d'éventuelles exigences législatives, ils sont de plus en plus nombreux à exercer leurs activités d'une manière qui respecte les engagements en matière de compensation du G20. Nous nous réjouissons de l'évolution de la réglementation internationale en vue de respecter les engagements pris dans le cadre du G20. Nous encourageons les ACVM à continuer de travailler en étroite collaboration avec les organismes de réglementation analogues mondiaux et autres organismes internationaux à l'objectif commun de respecter les engagements du G20. Un régime canadien qui ne s'inscrirait pas dans la norme mondiale se traduirait par un sérieux désavantage concurrentiel pour les participants canadiens.

Dans nos réponses (la « lettre du CMIC sur les référentiels centraux », la « lettre du CMIC sur la surveillance et l'application de la loi », la « lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité » et la « lettre du CMIC sur les utilisateurs finaux », respectivement, et collectivement, les « lettres du CMIC »)² aux documents de consultation publiés par les ACVM relativement aux référentiels centraux des dérivés de gré à gré (le « document sur les référentiels centraux »)³, à la surveillance et à l'application de la loi du marché des dérivés de gré à gré (le « document sur la surveillance et l'application de la loi »)⁴, à la séparation et à la transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré (le « document sur la séparation et la transférabilité »)⁵ et à la dispense d'un certain nombre proposé d'obligations réglementaires pour les utilisateurs finaux des dérivés de gré à gré (le « document sur les utilisateurs finaux »)⁶, nous avons souligné le besoin de coordination et de collaboration entre les organismes de réglementation fédéraux, provinciaux et territoriaux afin de permettre à chaque palier de gouvernement de s'acquitter efficacement de ses responsabilités juridictionnelles respectives en ce qui concerne les dérivés de gré à gré. Dans cet objectif canadien concerté, il est important de veiller à ce que le régime des dérivés de gré à gré canadien s'inspire des régimes réglementaires de prudence existants qui ont si bien servi le système financier canadien.

¹ Les renvois à la « réglementation » ou aux « organismes de réglementation » dans le présent document seront réputés inclure les organismes de réglementation prudentiels, du marché et du risque systémique.

² Réponse du CMIC datée du 9 septembre 2011 au document de consultation sur les référentiels centraux de données. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-402/Comite_infrastructure_91-402.pdf.

Réponse du CMIC datée du 25 janvier 2012 au document de consultation sur la surveillance et l'application de la loi. Disponible à l'adresse suivante :

http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-403/91-403_comite-infrastructure-marche-canadien.pdf.

Réponse du CMIC datée du 10 avril 2012 au document de consultation sur la séparation et la transférabilité. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404/cmhc/91-404_fr.pdf.

Réponse du CMIC datée du 15 juin 2012 au document de consultation sur les utilisateurs finaux. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

³ Document de consultation 91-402 des ACVM – Dérivés : Référentiels centraux de données daté du 23 juin 2011. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011juin23-91-402-cons-paper-fr.pdf>.

⁴ Document de consultation 91-403 des ACVM – Dérivés : Surveillance et application de la loi daté du 25 novembre 2011. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2011nov25-91-402-cons-fr.pdf>.

⁵ Document de consultation 91-404 des ACVM – Dérivés : Séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré daté du 10 février 2012. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404/cmhc/91-404_fr.pdf.

⁶ Document de consultation 91-405 des ACVM – Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux datée du 13 avril 2012. Disponible à l'adresse suivante : http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf.

Conformément à la position que nous avons adoptée dans nos quatre lettres du CMIC précédentes, nous soutenons qu'un cadre réglementaire canadien pour la compensation des dérivés de gré à gré doit être harmonisé et simplifié au maximum dans l'ensemble des provinces et des territoires, la surveillance du risque systémique devant relever du fédéral, et que ce cadre réglementaire canadien doit être conforme aux nouvelles normes et nouveaux protocoles internationaux pour la compensation par contrepartie centrale. Si le marché canadien présente des caractéristiques uniques, le régime canadien doit bien sûr en tenir compte. À l'exception de l'adhésion au régime réglementaire de prudence actuel, à ce stade, le CMIC n'a toutefois répertorié aucune caractéristique du marché canadien ou d'un produit dérivé de gré à gré canadien en particulier qui nécessiterait une dérogation à ces nouvelles normes et nouveaux protocoles internationaux.

Étant donné l'avancement remarquable de la réforme du cadre réglementaire des dérivés de gré à gré à l'échelle internationale, le CMIC est d'avis que le régime des dérivés de gré à gré canadien pour la réglementation de la compensation par contrepartie centrale doit s'inscrire dans ce cadre mondial et le compléter. Si le régime canadien devait comprendre des restrictions réglementaires importantes supplémentaires propres au Canada, les participants au marché des dérivés de gré à gré canadien pourraient souffrir lourdement d'un accès limité aux marchés mondiaux. Comme il a été indiqué dans l'introduction au document de consultation, le marché des dérivés de gré à gré canadien représente une part relativement faible du marché mondial. Étant donné la position relative du Canada dans le marché mondial, le CMIC soutient que le Canada ne devrait pas imposer des exigences réglementaires supplémentaires pour la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale du fait que ces exigences créeraient des barrières à l'accès au marché mondial pour les participants au marché canadien.

Dans le cadre de l'élaboration du régime réglementaire canadien pour les dérivés de gré à gré, y compris la compensation par contrepartie centrale, il sera important d'adopter les normes internationales acceptées, notamment les principes pour les infrastructures du marché financier (*financial market infrastructures*) (les « principes FMI »)⁷ publiés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières. Bien que non encore dans leur version définitive, la structure et l'approche de réglementation mondiale de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale se sont précisées et étoffées au cours des derniers mois. D'un point de vue canadien, il est essentiel de souligner la tendance dans les territoires qui se comparent le mieux au Canada pour l'adoption à l'échelon régional d'un modèle mondial.⁸ Le CMIC est en faveur d'une telle adoption à l'échelon régional au Canada d'un modèle mondial.

Le CMIC a étudié la question quant à savoir si le régime réglementaire canadien devait exiger de tous les participants au marché canadien qu'ils effectuent leur compensation au moyen d'une infrastructure de compensation canadienne nationale. Le CMIC reconnaît que le marché des dérivés de gré à gré continue d'évoluer en ce qui concerne la technologie, les exigences réglementaires et la dynamique de marché. Les participants au marché devraient être libres d'élaborer une infrastructure de compensation nationale s'ils considèrent que les circonstances sont favorables. Le CMIC estime que l'imposition d'une obligation légale de compensation au moyen d'une infrastructure de compensation canadienne nationale ne favoriserait pas l'atteinte des objectifs réglementaires déclarés.

Comme il est indiqué ci-dessus, le CMIC est en faveur de la compensation par contrepartie centrale et en saisit bien la valeur en tant que mécanisme de réduction du risque. Nous croyons toutefois que dans certaines circonstances, la compensation par contrepartie centrale peut en fait augmenter, au lieu de diminuer, le risque dans le marché des dérivés de gré à gré, notamment lorsque les opérations sur dérivés de gré à gré entre membres d'un même groupe doivent être compensées par contrepartie centrale. En obligeant

⁷ Disponible à l'adresse suivante : <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>.

⁸ Par exemple, l'Australie (voir *Implementation of a framework for Australia's G20 over-the-counter derivatives commitments*, un document de consultation de l'Australian Treasury publié en avril 2012 et dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : http://www.treasury.gov.au/~media/Treasury/Consultations%20and%20Reviews/2012/Over%20the%20counter%20derivatives%20commitments%20consultation%20paper/Key%20Documents/PDF/OTC%20Framework%20Implementation_pdf.ashx) et Hong Kong (voir *Consultation paper on the proposed regulatory regime for the over-the-counter derivatives market in Hong Kong*, un document de consultation de la Monetary Authority et de la Securities and Futures Commission de Hong Kong publié en octobre 2011 et dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/consultation/openFile?refNo=11CP6>).

la compensation par contrepartie centrale de ces opérations, les organismes de réglementation, entre autres, modifieront sensiblement un important outil de gestion du risque dont peuvent se prévaloir les entités membres du même groupe, augmenteront le risque de contrepartie à l'extérieur du groupe et externaliseront le risque qui serait par ailleurs réparti entre les entités membres du même groupe. Nous prions les ACVM d'examiner attentivement une dispense générale de l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les opérations intragroupe. Il y a lieu de se reporter à notre réponse à la Question 5 ci-après pour une explication de cette position.

RÉSUMÉ DE LA RÉPONSE

Le texte qui suit résume la réponse du CMIC aux articles du document de consultation qui n'ont pas été entièrement abordés dans les 12 questions particulièrement posées par les ACVM. Vous trouverez après le présent résumé la réponse du CMIC à ces questions.

Compensation par contrepartie centrale obligatoire

Le CMIC convient qu'il est pertinent d'examiner la compensation obligatoire d'un dérivé de gré à gré en fonction des facteurs décrits dans le document de consultation. D'autres questions importantes doivent toutefois être examinées, notamment i) s'il existe ou non une chambre de compensation appropriée pour le dérivé, ii) si la compensation obligatoire aura ou non un effet défavorable important sur le marché existant pour le dérivé et iii) si le dérivé est assujéti ou non à une obligation de compensation dans d'autres territoires. Nous sommes également d'avis que, avant l'imposition d'une obligation de compensation pour un dérivé en particulier, les participants devraient bénéficier d'une période transitoire permettant au marché de s'adapter. Compte tenu de chacun de ces facteurs, le CMIC estime que l'approche ascendante est la meilleure façon de procéder, particulièrement à ce stade préliminaire de la réglementation de la compensation par contrepartie centrale. Une telle approche permettra aux organismes de réglementation de s'adapter à l'évolution du marché et aux produits de plus en plus spécialisés compensés par contrepartie centrale. Nous reconnaissons, toutefois, qu'au fur et à mesure que les référentiels centraux de données produiront plus d'information sur le marché, il conviendra peut-être d'employer une approche descendante et de permettre aux organismes de réglementation de répertorier les produits qui ont une importance systémique et qui devraient être assujéti à une obligation de compensation. Dans tous les cas, il est impératif que des obligations de compensation soient imposées en fonction de critères reconnus mondialement par souci d'uniformité des règles du jeu.

D'un point de vue pratique, le CMIC soutient que la mise en œuvre d'une obligation de compensation au Canada doit se faire le plus simplement et le plus efficacement possible, notamment en ce qui a trait à la transmission par contrepartie centrale de dérivés à des fins d'examen réglementaire, dont la procédure ne devrait pas être contraignante au point de décourager les contreparties centrales étrangères de faire affaire avec des participants au marché canadien. Afin d'éviter un tel effet non souhaitable, le CMIC propose que les ACVM travaillent ensemble, et de concert avec l'autorité fédérale, à la création d'un point de contact de réglementation unique au Canada. Cette façon de faire permettra d'alléger le fardeau administratif tant des organismes de réglementation que des contreparties centrales en évitant les doubles emplois inutiles dans l'ensemble du pays et en permettant aux ACVM de maintenir un registre central des dérivés qui ont été jugés admissibles à la compensation centrale et des dérivés qui sont assujéti à une obligation de compensation. Afin de réduire davantage les doubles emplois, il conviendrait peut-être aussi d'examiner un régime de passeport avec certains organismes de réglementation internationaux⁹, comme la *Commodity Futures Trading Commission* des États-Unis (« CFTC ») et/ou la *European Securities and Markets Authority*. Si un organisme de réglementation non canadien en particulier (approuvé comme tel par les organismes de réglementation canadiens) a approuvé un dérivé transmis par une contrepartie centrale en particulier, dans

⁹ La réglementation canadienne en matière de placements publics de titres reconnaît depuis longtemps les régimes de passeport. Non seulement existe-t-il des aspects de régimes de passeport permis dans le cadre de placements publics de titres au Canada, mais les organismes de réglementation en valeurs mobilières canadiens ont adopté la même approche dans le cadre de certains placements transfrontaliers. Par exemple, les ACVM et la Securities and Exchange Commission des États-Unis ont adopté en 1991 le régime d'information multinational qui permet aux émetteurs nord-américains d'accéder aux marchés du Canada et des États-Unis en ne respectant que les exigences de prospectus applicables de leur territoire respectif.

un régime de passeport, l'organisme de réglementation canadien compétent mènerait à l'égard de ce dérivé un examen beaucoup moins approfondi que celui qui serait prescrit si le dérivé n'avait pas déjà été examiné par un autre organisme de réglementation reconnu.

Si aucune contrepartie centrale n'accepte un dérivé pour compensation après qu'il a été établi que le dérivé est assujéti à une obligation de compensation, le CMIC ne pense pas qu'il soit nécessaire que l'organisme de réglementation du marché impose des exigences supplémentaires de capital ou de marge ou d'autres restrictions sur les opérations sur le dérivé. Si la décision relative à la compensation obligatoire a été prise en fonction de critères appropriés, une telle situation serait alors selon nous assez inhabituelle, et si elle devait se produire, ce serait sans doute attribuable au marché. Nous nous attendons donc à ce que le marché s'autoredresse quant au dérivé visé sans autre intervention réglementaire.

De même, si l'organisme de réglementation du marché établit qu'un dérivé ne convient plus à la compensation par contrepartie centrale, nous nous attendons également à ce que cette décision soit dictée par une réponse du marché quant à la pertinence du produit. Toutefois, nous convenons que la décision de ne plus soumettre un produit à l'obligation de compensation devrait faire l'objet d'une consultation publique et d'un examen en fonction d'un ensemble analogue de facteurs qui ont été pris en considération dans le cadre de la décision initiale de compensation obligatoire.

Comme il est indiqué tout au long de la présente partie, le CMIC appuie en général l'introduction d'une obligation de compensation. Toutefois, nous entrevoyons aussi une possibilité de réglementation excessive en cette matière. Les participants au marché qui sont assujéti à une réglementation prudentielle seront fortement encouragés à la compensation par contrepartie centrale, notamment après la mise en œuvre du dispositif réglementaire de fonds propres de Bâle III. Ces encouragements auront aussi une incidence sur les contreparties non réglementées puisque l'augmentation des coûts liés aux opérations bilatérales est transférée au marché. On peut raisonnablement s'attendre à ce qu'après la mise en œuvre de ces encouragements, le marché s'autoredressera volontairement en faveur de la compensation par contrepartie centrale. Il ne sera pas nécessaire d'imposer une obligation de compensation pour un produit en particulier lorsqu'il n'y a manifestement aucun risque systémique.

Enfin, il est important de souligner que, même si un produit en particulier n'est pas assujéti à une obligation de compensation, ce produit ne devrait pas pour autant être inadmissible à la compensation. La compensation de façon volontaire de produits non assujéti à une obligation de compensation devrait faire partie du régime canadien.

Reconnaissance des contreparties centrales

Conformément à l'approche proposée ci-dessus quant à la question de savoir si un dérivé de gré à gré devrait ou non être assujéti à une obligation de compensation, le CMIC fait valoir qu'il est très important que le processus canadien de reconnaissance des contreparties centrales soit transparent du point de vue des contreparties centrales. Qu'il s'agisse d'une contrepartie centrale étrangère ou nationale, pour assurer l'efficacité du processus et, par extension, l'efficacité du marché des dérivés de gré à gré, les ACVM devront absolument travailler ensemble, et de concert avec l'autorité fédérale, à la création d'un point de contact de réglementation unique au Canada. Comme il est proposé ci-dessus à l'égard de la compensation obligatoire par contrepartie centrale, il serait peut-être aussi approprié d'examiner un régime de passeport avec certains organismes de réglementation internationaux, comme le CFTC et/ou la Financial Services Authority du Royaume-Uni, aux termes duquel, lorsqu'un organisme de réglementation déterminé a approuvé une contrepartie centrale en particulier, l'organisme de réglementation canadien compétent mènerait un examen beaucoup moins approfondi de cette contrepartie centrale que celui qui serait prescrit si la contrepartie centrale n'avait pas déjà été approuvée par un autre organisme de réglementation reconnu.

Les critères utilisés par l'organisme de réglementation canadien compétent chargé d'examiner une demande de reconnaissance d'une contrepartie centrale doivent être conformes au nouveau cadre réglementaire mondial, y compris les principes FMI, et doivent aussi pouvoir être rajustés en fonction de l'évolution du cadre mondial. Une telle approche s'inscrit dans le cadre de surveillance multiterritorial proposé recommandé par les ACVM dans le document de consultation, étant donné qu'il sera difficile pour les organismes de

réglementation canadiens de participer à un régime de coopération en matière de surveillance si leurs critères de reconnaissance des contreparties centrales ne sont pas harmonisés avec les normes internationales. De plus, si les critères canadiens de reconnaissance des contreparties centrales ne sont pas conformes aux normes reconnues mondialement ou sont plus rigoureux que celles-ci, les participants au marché canadien pourraient en souffrir lourdement et le Canada pourrait être incapable de respecter les engagements du G20.

Gouvernance

Comme il est indiqué ci-dessus à la rubrique « Aperçu » de la présente lettre, le marché des dérivés de gré à gré canadien représente une part relativement faible du marché mondial. C'est pourquoi il est très difficile pour le Canada d'imposer des exigences réglementaires supplémentaires ou exceptionnelles aux contreparties centrales sans créer des barrières à l'accès pour les participants au marché canadien. De l'avis du CMIC, il en va de même pour la gouvernance des contreparties centrales. Bien que nous reconnaissons l'importance d'obliger les contreparties centrales à se doter d'un solide régime de gouvernance, nous ne croyons pas qu'il existe des préoccupations propres au Canada qui justifieraient l'imposition d'obligations de gouvernance en sus ou différentes des normes reconnues à l'échelle internationale.

RÉPONSES PRÉCISES AUX QUESTIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM

- 1. Selon vous, les caractéristiques de certaines catégories de dérivés de gré à gré les rendent-elles admissibles à la compensation par contrepartie centrale d'après les facteurs exposés dans le présent document? Dans l'affirmative, quelles catégories d'actifs en seraient exclues et pour quelles raisons?**
- 2. Pour quelles catégories d'actifs considérez-vous que la compensation par contrepartie centrale est inappropriée ou n'est pas actuellement faisable selon les facteurs exposés dans le présent document et pour quelles raisons?**

NB : Le texte qui suit est une réponse globale aux questions 1 et 2.

La décision d'assujettir ou non un produit à une obligation de compensation devrait être fondée essentiellement sur l'effet qu'aurait cette obligation sur la sécurité et la viabilité des marchés des dérivés de gré à gré. Le risque systémique est au cœur de ces décisions. Le CMIC est d'avis que la solution repose sur une pondération des facteurs exposés dans le document de consultation. Par exemple, le fait qu'un dérivé est ou peut être suffisamment normalisé ne devrait pas en soi être une raison suffisante pour le soumettre à une obligation de compensation, notamment s'il n'est pas suffisamment liquide pour en permettre la compensation efficace. En application des facteurs pertinents, le CMIC soutient que, au stade actuel, les swaps de taux d'intérêt sont particulièrement appropriés à la compensation par contrepartie centrale. Le CMIC reconnaît qu'en fonction de l'évolution des marchés des dérivés de gré à gré et des technologies connexes, il pourrait devenir souhaitable de soumettre à une obligation de compensation des catégories d'actifs de plus en plus complexes. Une telle décision devrait toutefois être prise en vue d'une harmonisation avec les normes internationales. Les participants au marché des dérivés de gré à gré canadiens ne devraient pas être désavantagés par des normes rigoureuses qui ne sont pas conformes aux normes internationales.

Le CMIC soutient également que les swaps de change (y compris les opérations de change au comptant et opérations à terme réglées physiquement) ne devraient pas être soumis à l'obligation de compensation. Étant donné que le marché des changes est, en pourcentage, plus important au Canada que dans d'autres pays, il est fondamentalement important que le régime canadien soit conforme aux normes mondiales à l'égard des opérations de change. Ces catégories d'actifs devraient notamment être exclues de la compensation obligatoire au motif qu'elles présentent un profil de risque différent de la plupart des autres catégories de dérivés. Comme il s'agit essentiellement d'instruments à court terme, les opérations de change comportent un risque de crédit de contrepartie minimal et présentent plutôt surtout un risque de règlement. Ce risque de règlement est toutefois largement atténué par l'utilisation généralisée de systèmes de règlement-livraison,

notamment CLS Bank International, qui empêchent le règlement si l'une ou l'autre des parties est en défaut de paiement.¹⁰ La durée relativement brève de ces dérivés contribue également à réduire le risque de défaut de contrepartie et la compensation par contrepartie centrale de ces dérivés ne présente pratiquement aucun avantage supplémentaire. Ces motifs sont conformes à ceux donnés par le Trésor américain dans sa décision provisoire voulant que les opérations de change ne soient pas soumises à la compensation obligatoire¹¹. Le Trésor américain devrait publier sous peu sa décision définitive concernant la dispense des opérations de change. Aux fins de l'objectif d'harmonisation internationale, les organismes de réglementation canadiens devraient faire preuve d'une extrême prudence quant à quelque dérogation à cette approche globale dans le cadre de l'élaboration de règles nationales sur la compensation par contrepartie centrale.

3. Quels sont les coûts et les risques de la transition de certains dérivés ou catégories de dérivés à la compensation par contrepartie centrale dont les organismes de réglementation devraient tenir compte dans leur décision de soumettre ou non un dérivé à l'obligation de compensation par contrepartie centrale?

Dans le cadre de la décision de soumettre ou non un dérivé à la compensation par contrepartie centrale, les organismes de réglementation devraient examiner les coûts économiques associés à la compensation, notamment les frais de chambre de compensation. Les structures de frais fixes peuvent être coûteuses pour les plus petits participants au marché et peuvent les décourager de recourir aux dérivés comme moyen de gestion du risque si les dérivés sont soumis à une obligation de compensation. Les organismes de réglementation devraient également tenir compte de l'incidence, le cas échéant, qu'une obligation de compensation pourrait avoir sur les exigences de marge et la liquidité dans le marché. Si les exigences de marge sont plus élevées pour les dérivés qui ne font pas l'objet d'une compensation par contrepartie centrale, il est à prévoir que le marché tendra volontairement vers la compensation par contrepartie centrale de ces dérivés, ce qui réduirait les exigences de marge et améliorerait la liquidité dans le marché, et rendrait inutile la nécessité d'une obligation de compensation par contrepartie centrale. Les organismes de réglementation devraient également tenir compte du possible risque de concentration si les participants au marché recourent à une contrepartie centrale pour la compensation de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré.

4. Le report d'une transmission, qu'il se mesure en minutes, en heures ou en jours, engendre-t-il des risques, notamment de contrepartie, d'une importance telle qu'il est nécessaire de fixer un délai strict pour transmettre les opérations à une contrepartie centrale et pour que celle-ci les accepte?

L'intégrité du système dépend de la rapidité d'exécution des opérations qui sont effectuées. Afin de minimiser le risque systémique, il est important que les contreparties transmettent les opérations à une contrepartie centrale et soient informées par la contrepartie centrale de l'acceptation ou du rejet d'une opération dans les meilleurs délais. Le CMIC sait par expérience que les contreparties centrales utilisent actuellement un processus de confirmation quasi immédiate. Si les dérivés sont normalisés et sont admissibles à la compensation, les contreparties centrales devraient être en mesure de confirmer l'acceptation ou le rejet instantanément. Toutefois, le CMIC soutient que si un délai strict doit être imposé, il faut reconnaître i) qu'étant donné la nature mondiale du marché des dérivés de gré à gré, il pourrait être impossible de transmettre l'acceptation ou le rejet, et d'en donner avis, à toutes les parties le jour ouvrable applicable pour chacune des parties visées, ii) qu'à l'approche de la clôture d'un jour de séance, le volume d'opérations augmente souvent sensiblement et iii) que les contreparties centrales peuvent traiter l'acceptation ou le rejet d'opérations en lots, tous susceptibles d'entraîner un certain délai. À cet égard, si les organismes de réglementation établissent qu'un délai strict doit être imposé, le CMIC propose qu'un délai de 24 heures à

¹⁰ CLS Bank International ne garantit pas le règlement ni le financement des opérations sous-jacentes; toutefois, les ordres de paiement des deux côtés d'une opération de change sont réglés simultanément. Si les ordres de paiement ne sont pas symétriques, ou si les exigences de financement et de gestion du risque applicables ne sont pas respectées, l'ordre de paiement sera rejeté, évitant ainsi la perte de capital. Voir *CLS Bank International Currency Program Briefing Book* dont on peut obtenir une copie à l'adresse suivante : http://www.cls-group.com/Publications/CLS_Currency_Programme_Briefing_Book.pdf.

¹¹ Voir *Notice of Proposed Determination – Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act*, 76 Fed. Reg. 25774, 25776 (5 mai 2011).

compter de l'exécution de l'opération¹² serait un délai approprié qui ne devrait pas exposer le système à un risque excessif. Il peut aussi être approprié de prévoir une marge de manœuvre supplémentaire pour les opérations qui sont compensées de façon volontaire¹³ ou rétroactive.

5. Le Comité voudrait savoir s'il est approprié de dispenser les opérations intragroupe de l'obligation de compensation par contrepartie centrale, quels risques ces opérations peuvent faire peser sur le marché et quel serait le coût de leur transfert à une contrepartie centrale.

Le CMIC est résolument d'avis qu'une dispense générale de l'obligation de compensation pour les opérations intragroupe est un élément essentiel du cadre canadien proposé pour la réglementation de la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale, pourvu que les parties à l'opération aient mis en œuvre des politiques et procédures de gestion du risque centralisées. Cette position est compatible avec le règlement intitulé *European Market Infrastructure Regulation* (« EMIR »), qui prévoit une dispense de compensation pour les opérations intragroupe lorsque le groupe est assujéti à des procédures adéquates de gestion, de mesure et de contrôle des risques centralisées.¹⁴ À l'appui de sa position, le CMIC fait également valoir le mémoire conjoint de l'International Swaps and Derivatives Association (l'« ISDA ») et de la Securities Industry and Financial Markets Association (la « SIFMA ») à la CFTC en faveur d'une dispense pour les opérations intragroupe des règles d'application du Titre VII de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, au motif que l'externalisation du risque qui pourrait par ailleurs être gérée au sein d'un groupe se traduira en réalité par une augmentation du risque dans le marché sans réels avantages compensatoires.¹⁵

La compensation par contrepartie centrale vise à réduire le risque systémique, notamment en limitant l'effet du défaut d'une entité sur les contreparties. Comme il est indiqué dans la lettre de la SIFMA/ISDA, cet objectif ne peut être atteint par une obligation de compensation des opérations intragroupe par contrepartie centrale, notamment parce que le marché perçoit déjà le groupe comme une entité intégrée.¹⁶ Si une partie à une opération intragroupe non compensée par contrepartie centrale ne respecte pas ses obligations, le risque est réparti entre les membres du même groupe; un tel événement ne devrait toutefois pas être un facteur pour le marché des dérivés de gré à gré plus général.¹⁷ Si ces opérations sont compensées, l'effet d'un défaut s'étendrait au-delà du groupe. De plus, étant donné que les swaps ne représentent qu'une partie du plan de gestion du risque d'un groupe, soumettre les opérations sur dérivés de gré à gré intragroupe à une obligation de compensation par contrepartie centrale nuirait à la capacité du groupe de gérer efficacement le risque de façon centralisée, nécessiterait la révision des procédures de gestion du risque existantes et augmenterait les frais du groupe liés à la gestion du risque, augmentation qui devra inévitablement être transférée aux clients du groupe.¹⁸

Le document de consultation fait mention de la possibilité d'une augmentation du risque pour le marché si les opérations intragroupe devaient bénéficier d'une dispense générale de l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Après avoir examiné la question en profondeur, les membres du CMIC s'expliquent mal comment une telle dispense aurait pour effet d'augmenter le risque pour le marché si les parties en question respectent des politiques et des contrôles appropriés en matière de gestion du risque. Nous serions plutôt d'avis que la compensation des opérations intragroupe expose le marché à un risque accru. Le CMIC ne voit

¹² Les organismes de réglementation peuvent envisager de préciser ce qui constitue une « exécution », les contreparties pouvant interpréter ce terme différemment selon le type de swap. La notion d'« exécution » pourrait notamment comprendre la présence d'un accord entre les contreparties quant à l'utilisation d'une contrepartie centrale en particulier pour une opération visée.

¹³ Proposition conforme à l'approche adoptée par la CFTC. Voir les commentaires de la CFTC à l'égard du document intitulé *Final Rule – Customer Clearing Documentation, Timing of Acceptance for Clearing, and Clearing Member Risk Management*, 77 Fed. Reg. 21278, 21285 (9 avril 2012).

¹⁴ Voir la version définitive de l'EMIR adoptée par le Parlement européen le 29 mars 2012, dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+20120329+SIT-01+DOC+WORD+V0//FR&language=FR> à l'article 3.

¹⁵ Lettre de l'ISDA et de la SIFMA à la CFTC, le 14 mai 2012 (la « lettre de la SIFMA/ISDA »), dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <http://www2.isda.org/attachment/NDM5OA==/CFTC%20-%20Inter-affiliate%20clearing%20FINAL%2051412.pdf>.

¹⁶ *Ibid.* à la page 3.

¹⁷ *Ibid.* à la page 4.

¹⁸ *Ibid.* à la page 5.

donc aucun avantage à soumettre les opérations intragroupe à l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

Le CMIC souligne que dans le commentaire de la CFTC joint à la version définitive de la règle sur la dispense des utilisateurs finaux¹⁹, la CFTC a adopté la position selon laquelle une partie pourrait décider qu'un swap intragroupe est dispensé si une partie au swap est une entité non financière qui aurait la faculté de recourir à la dispense d'utilisateur final si elle a conclu un swap avec un tiers. La CFTC a également reconnu que la dispense de compensation générale pour les swaps intragroupe ne s'inscrivait pas dans le cadre de la dispense des utilisateurs finaux, mais que des observateurs avaient soulevé des questions qui justifiaient un examen plus approfondi.²⁰ La CFTC a récemment terminé cet examen et a publié un projet de règle dispensant certains swaps intragroupe de la compensation.²¹ La dispense intragroupe proposée de la CFTC dispose que pour être dispensés de l'obligation de compensation, les swaps intragroupe doivent remplir certaines conditions, notamment la condition que les deux parties soient des membres du groupe en propriété majoritaire assujettis à une gestion du risque centralisée et dont les états financiers sont déclarés de façon consolidée. Nous faisons remarquer que la dispense intragroupe proposée de la CFTC ne dispense pas les parties de respecter d'autres exigences relatives à un swap intragroupe non compensé, comme la déclaration et, dans le cas de certaines entités financières, le dépôt de marge de variation. Bien que le CMIC ne s'oppose pas à l'imposition d'obligations d'information pour les swaps intragroupe, nous ne voyons pas l'avantage d'obliger les parties à des swaps intragroupe à déposer une marge de variation à l'égard d'opérations non compensées. Comme il est indiqué ci-dessus dans la réponse à la présente question, les swaps sont utilisés conjointement avec d'autres moyens de gestion du risque centralisée d'un groupe et ne devraient pas être considérés isolément. L'obligation de déposer une marge de variation à l'égard de swaps intragroupe modifiera le rôle de ces swaps dans la stratégie de gestion du risque globale d'un groupe. De plus, et comme l'ont fait remarquer les commissaires de la CFTC, Jill Sommers et Scott O'Malia, dans leur dissidence conjointe, « [traduction] Cette obligation n'aura vraisemblablement aucun autre effet que de créer un fardeau administratif et un risque opérationnel, en plus d'immobiliser inutilement des capitaux qui pourraient par ailleurs servir à des investissements »²². Les commissaires Sommers et O'Malia font également remarquer qu'ils appuient une approche mondiale harmonisée et que, contrairement à une telle approche, l'obligation de déposer une marge de variation à l'égard de swaps intragroupe est nettement incompatible avec les exigences de l'EMIR. Le CMIC souscrit aux avis dissidents des commissaires Sommers et O'Malia et encourage les organismes de réglementation canadiens à en tenir compte dans le cadre de la formulation de la dispense canadienne de l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les swaps intragroupe.

6. Est-il approprié que les participants au marché canadien puissent s'exprimer sur les décisions opérationnelles des contreparties centrales exerçant des activités au Canada?

Les participants au marché canadien devraient pouvoir s'exprimer sur les décisions opérationnelles d'une contrepartie centrale exerçant des activités au Canada de la même manière que dans d'autres territoires. Toutefois, étant donné que les contreparties centrales seront régies par des normes internationales et un cadre réglementaire multinational proposé, nous nous attendons à ce que les participants au marché canadien obtiennent le droit de s'exprimer dans le cadre de ces normes internationales sans que les organismes de réglementation canadiens n'aient à imposer quelque obligation expresse. Voir le commentaire ci-dessus sous la rubrique « Résumé de la réponse – Gouvernance ».

7. Les propositions du Comité portant sur la gouvernance des contreparties centrales permettent-elles de remédier aux problèmes éventuels de conflits d'intérêts qui peuvent

¹⁹ *Final Rule – End-User Exception to the Clearing Requirement for Swaps*, 77 Fed. Reg. 42560, 42563 (19 juillet 2012).

²⁰ *Ibid.* à la page 42564.

²¹ *Proposed Rule – Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities*, 77 Fed. Reg. 50425 (21 août 2012). (la « dispense entre membres du même groupe proposée de la CFTC »).

²² Dissidence conjointe des commissaires Jill Sommers et Scott O'Malia, *Clearing Exemption for Swaps Between Certain Affiliated Entities*, 16 août 2012, dont on peut obtenir copie à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/omailstatement081612>.

survenir dans le cadre de l'exploitation de ces entités? Dans la négative, que préconisez-vous pour réduire les conflits d'intérêts?

Le CMIC est d'avis qu'il n'est pas nécessaire d'imposer des exigences de gouvernance canadiennes particulières aux contreparties centrales, étant donné que les normes internationales régissent adéquatement la gouvernance des contreparties centrales. À la condition que ces normes soient rigoureusement appliquées, notamment les exigences de transparence des contreparties centrales et de représentation des divers intervenants à leurs conseils, le risque de conflit d'intérêts sera adéquatement géré. Voir le commentaire ci-dessus sous la rubrique « Résumé de la réponse – Gouvernance ».

8. Le Comité souhaite consulter le public sur la pertinence d'établir des règles permettant l'accès aux contreparties centrales, sans égard à la place de négociation. Cette question est-elle d'intérêt au Canada ou le deviendra-t-elle?

Le CMIC soutient que les participants au marché devraient pouvoir s'exprimer sur le mode d'exécution de leurs opérations respectives. Des restrictions quant aux places de négociation que peuvent utiliser des participants souhaitant recourir à des services de compensation par contrepartie centrale pourraient nuire à de nombreux égards aux participants canadiens, notamment dans les cas suivants : i) lorsqu'une contrepartie centrale interdit la compensation de dérivés de gré à gré négociés sur une place de négociation privilégiée par des participants canadiens, ii) lorsqu'une contrepartie centrale accepte des opérations d'une seule place de négociation en particulier et que cette place de négociation n'accepte pas des opérations de participants canadiens et iii) lorsqu'une contrepartie centrale offre un tarif préférentiel à une place de négociation en particulier et que cette place de négociation n'est pas la place de négociation privilégiée des participants canadiens. Dans la mesure où une place de négociation respecte les règles de sécurité et d'intégrité établies par la contrepartie centrale et n'expose pas en outre la contrepartie centrale à un risque excessif, la place de négociation ne devrait pas avoir quelque incidence sur la décision d'une contrepartie centrale de compenser ou non une opération.

9. Le Comité souhaite recueillir des commentaires sur le type d'information qu'une contrepartie centrale devrait fournir ou rendre publique.

Le CMIC recommande que l'information fournie par une contrepartie centrale devrait se limiter aux montants nominaux globaux négociés, aux exigences de marge et au nombre de participants. Si des organismes de réglementation exigent de l'information supplémentaire, cette information devrait être obtenue soit directement des référentiels centraux de données, soit aux termes des obligations d'information existantes, afin d'éviter les chevauchements. Le CMIC soutient en outre qu'il est essentiel que les organismes de réglementation canadiens désignent un seul point de contact canadien auquel l'ensemble de cette information sera acheminé afin d'éviter le fardeau opérationnel inutile de déclaration dans chacune des provinces et dans chacun des territoires dans lequel une contrepartie centrale exerce ses activités. Voir les observations ci-dessus à la rubrique « Résumé de la réponse – Compensation par contrepartie centrale obligatoire ».

Bien que le CMIC soutienne que seulement de l'information générale devrait être divulguée au public, le CMIC serait également en faveur de la publication par les contreparties centrales des exigences de marge générales (par type de produit ou type d'opération) afin de démontrer la sécurité et l'intégrité de la compensation par contrepartie centrale.

10. De manière générale, le Comité s'est efforcé de suivre les recommandations internationales pour formuler les recommandations propres au Canada dans le présent document. Certaines recommandations sont-elles inappropriées pour le marché canadien?

Le CMIC est en faveur de l'harmonisation des exigences de compensation par contrepartie centrale canadiennes avec les nouvelles recommandations internationales. Nous sommes d'avis que ces recommandations sont appropriées pour le marché canadien. L'imposition d'exigences supplémentaires ou contradictoires au Canada n'aurait d'autre effet que de bloquer l'accès des participants au marché canadien à l'infrastructure de compensation par contrepartie centrale internationale. Nous n'avons pu répertorier quelque

caractéristique unique canadienne du marché des dérivés de gré à gré au Canada qui justifierait des mesures exceptionnelles dans le régime canadien. Voir les commentaires ci-dessus sous la rubrique « Aperçu ».

11. Quels changements faudrait-il apporter au cadre réglementaire actuel en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale?

12. Selon vous, faut-il modifier le droit canadien pour rendre la compensation des dérivés de gré à gré plus efficiente, que la contrepartie centrale soit canadienne ou étrangère? Dans l'affirmative, quelles modifications faut-il apporter et pour quelles raisons?

NB : Le texte qui suit est une réponse globale aux questions 11 et 12.

Certaines modifications doivent effectivement être apportées au cadre réglementaire et législatif existant en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale et de rendre plus efficiente la compensation des dérivés de gré à gré.

Nous avons déjà fait part de certaines de ces modifications dans la lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité. Il existe quatre exigences législatives fondamentales dont on ne soulignera jamais assez l'importance, soit, en résumé :

- Les lois provinciales sur les sûretés mobilières doivent être modifiées pour tenir compte de l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés grevant des espèces. Cette modification permettra aux opérations canadiennes d'avoir le même régime d'opposabilité que les opérations américaines.
- La confidentialité de l'information relative aux opérations doit être traitée de sorte que les communications aux référentiels centraux et aux chambres de compensation n'entraînent pas de violations contractuelles.
- Des modifications doivent être apportées à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (Canada) (la « LCRP »), comme il est indiqué ci-après.
- La législation fédérale en matière d'insolvabilité doit subir des modifications comme il est indiqué ci-après.

Les modifications requises à la LCRP et aux lois fédérales en matière d'insolvabilité sont essentielles à une bonne gestion du risque systémique (particulièrement dans les périodes de tension du marché) afin de s'assurer qu'en cas d'insolvabilité d'un membre compensateur, la compensation indirecte au Canada se déroule comme prévu de sorte qu'une contrepartie centrale soit en mesure de procéder diligemment à la cessation des relations de membres compensateurs, au transfert avec succès des positions des clients (c.-à-d. opérations et garanties connexes) et à la réalisation des garanties conformément à ses règles de compensation. Nous présentons ci-dessous une description de la nature de ces quatre modifications législatives requises.

a) Lois provinciales sur les sûretés mobilières

Comme il est indiqué dans la lettre du CMIC sur la séparation et la transférabilité, le CMIC estime que la modification des lois provinciales sur les sûretés mobilières visant à permettre l'opposabilité par « maîtrise » des sûretés grevant des espèces est une condition préalable au bon fonctionnement d'un régime canadien de compensation des dérivés de gré à gré. Sinon, les ententes de compensation ne fonctionneront pas efficacement et le but qu'elles visent ne sera pas atteint. La réalisation de ces modifications fera en sorte que la législation canadienne sera harmonisée avec la législation américaine sur les opérations garanties à cet égard. Sur le plan commercial, nous comprenons que l'absence de ce genre d'opposabilité et de priorité à l'égard des espèces données en garantie a actuellement pour conséquence que certaines banques et autres institutions financières d'envergure mondiale imposent des prix plus élevés aux opérations mettant en cause des contreparties canadiennes afin de compenser ce risque canadien. Étant donné que le territoire

compétent est le siège social de la partie fournissant la garantie, idéalement, la législation de tous les territoires canadiens devrait être similairement modifiée.

Le CMIC appuie la législation rédigée par un sous-comité de l'Association du Barreau de l'Ontario visant à produire le résultat exigé en Ontario.

b) Confidentialité

Deuxièmement, la confidentialité de l'information relative aux opérations doit être prise en considération. Essentiellement, il doit y avoir une obligation juridique imposant la divulgation à une agence de compensation et à des référentiels centraux de l'information se rapportant à des opérations habituellement confidentielles (que ce soit au moyen de l'application de la loi ou d'un contrat). En l'absence d'une telle obligation juridique de faire cette divulgation, les participants au marché ne pourraient le faire sans violer les obligations de confidentialité. La restriction habituelle en matière de confidentialité en ce qui concerne une opération sur dérivés de gré à gré (dans ce cas également, que cette confidentialité découle de l'application de la loi ou des conditions du contrat intervenu entre les contreparties) comporte habituellement une exception en ce qui concerne la divulgation imposée par la loi applicable. Une des démarches visant à faire en sorte que soient visées les opérations confidentielles sur dérivés de gré à gré qui comportent des actes visant la réalisation d'une opération visée dans une province ou un territoire consiste à inclure une disposition de ce genre dans les modifications nécessaires à apporter à la LCRP de sorte que l'obligation juridique pertinente soit accessible dans toutes les provinces et tous les territoires du Canada.

c) Loi sur la compensation et le règlement des paiements

Troisièmement, la LCRP doit être modifiée.

En vertu de la LCRP, la Banque du Canada doit actuellement assumer la surveillance réglementaire des systèmes de paiement et autres systèmes de compensation et de règlement du Canada afin de contrôler le risque systémique présent dans l'économie canadienne. Si la Banque du Canada est d'avis qu'un système de compensation et de règlement peut entraîner un risque systémique pour l'économie canadienne, le gouverneur de la Banque du Canada peut désigner le système si, après consultation du ministre des Finances, le ministre est d'avis que la désignation est dans l'intérêt public. Des protections analogues s'appliquent à une « chambre spécialisée » désignée de manière indépendante par le ministre des Finances en vertu de la Partie II de la LCRP.

La désignation par le gouverneur de la Banque du Canada comporte deux conséquences principales pour le système. Premièrement, la désignation assujettit le système à la surveillance réglementaire de la Banque du Canada. Celle-ci sera essentielle pour gérer adéquatement le risque systémique au Canada qui est associé aux dérivés de gré à gré, surtout lorsque le principal organisme de réglementation de ce système n'est pas canadien. Deuxièmement, la désignation isole les règles de règlement du système des conséquences de l'insolvabilité d'un participant, ce qui accroît la certitude que les dispositions juridiques régissant les opérations du système produiront les effets prévus en période de tension ou d'instabilité financière, même si un participant à l'un de ces systèmes devient insolvable.

Il est donc essentiel que les articles de la LCRP relatifs à la désignation d'un tel système puissent s'appliquer i) aux systèmes de compensation centrale qui compensent des dérivés de gré à gré, ii) aux participants de ces systèmes et iii) aux clients des participants dont les dérivés de gré à gré sont compensés par ces participants.

Nous avons répertorié certaines modifications à apporter à la LCRP, en ce qui a trait à la compensation des dérivés de gré à gré, notamment :

- supprimer les restrictions relatives au règlement de comptes détenus à la Banque du Canada;
- supprimer les restrictions relatives au règlement de paiements en monnaie canadienne seulement;

- permettre la compensation et le règlement d'obligations en matière de livraison et le dépôt et les transferts de garantie;
- élargir la définition de « garantie financière » afin d'inclure les éléments d'actif généralement utilisés en garantie dans le cadre d'opérations sur dérivés de gré à gré, notamment des métaux précieux, des lettres de crédit et le produit tiré de ceux-ci;
- élargir les protections en vertu de l'article 13 de la LCRP afin d'inclure des accords de compensation entre un membre et ses clients, que ce membre ou ce client soit ou non une « institution financière » (au sens de la LCRP); et
- modifier l'article 13.1 de la LCRP afin de veiller à ce que i) les protections ayant pour effet de suspendre l'exercice de droits et recours s'appliquent à une garantie déposée par une contrepartie centrale nationale en faveur d'une contrepartie centrale étrangère et ii) les renvois aux « obligations d'un membre » soient modifiés afin d'inclure également les « obligations d'un client d'un membre » (afin d'introduire le modèle de mandat²³ d'une contrepartie centrale).

Outre ces modifications, des modifications à la LCRP pourraient aussi être nécessaires afin de garantir le caractère opposable du transfert des opérations, ainsi que, dans la mesure nécessaire, la reconnaissance du modèle de séparation applicable, et d'harmoniser le régime canadien avec les initiatives parallèles à l'échelle internationale en ce qui concerne les marchés mondiaux des dérivés de gré à gré.

Enfin, le pouvoir, prévu par la LCRP, de réutiliser une garantie donnée par un système de compensation, libre et quitte de quelque réclamation défavorable et sans égard à toute autre loi, sera essentiel pour permettre à chaque système de compensation désigné d'exercer convenablement ses fonctions prévues, notamment l'application de ses règles de règlement et l'application des principes de pleine transférabilité à offrir aux participants. Ainsi, des pouvoirs appropriés devraient être clairement conférés aux systèmes désignés de compensation et de règlement. Cela nécessitera que des modifications législatives soient apportées à la LCRP et aux lois canadiennes en matière d'insolvabilité (comme il est précisé ci-après). De plus, afin de veiller au bon fonctionnement des accords de compensation des clients, des modifications législatives peuvent être nécessaires (tant au palier fédéral que provincial) pour que la garantie donnée par les clients à un membre et réutilisée par ce membre compensateur dans un système de compensation à l'égard des opérations de ces clients soit protégée en cas d'insolvabilité de ce membre.²⁴

d) Législation fédérale en matière d'insolvabilité

Quatrièmement, les trois lois fédérales en matière d'insolvabilité (c.-à-d., la *Loi sur les liquidations et les restructurations*, la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* et la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies*) doivent être modifiées. Afin d'assurer le bon fonctionnement de la compensation par contrepartie centrale, la législation doit permettre la libre transférabilité des opérations sur dérivés de gré à gré (y compris la garantie connexe) conclues par des clients d'un membre défaillant à un membre solvable. À cette fin, la législation applicable devrait exclure les dispositions de récupération prioritaire frauduleuses, les superpriorités de l'État et les fiducies réputées des opérations sur dérivés de gré à gré compensées par des contreparties centrales désignées en vertu de la LCRP. De plus, des modifications correspondantes et

²³ Le modèle de mandat consiste en une entente aux termes de laquelle un membre convient de conclure une opération sur dérivés avec une contrepartie centrale pour le compte d'un client. Dans le cadre de ce modèle, le membre est un mandataire du client et les obligations envers la contrepartie centrale sont celles du client et non pas directement celles du membre. De plus, le membre garantit également les obligations du client et est aussi responsable du recouvrement et du paiement de la marge. Ce modèle est différent du modèle de mandant ou de contrepartiste dans le cadre duquel un client conclut une opération bilatérale avec un membre qui conclut à son tour une opération compensée avec la contrepartie centrale aux mêmes conditions que celles de l'opération conclue avec son client.

²⁴ La plupart des lois provinciales sur les sûretés mobilières permettent la réutilisation de la garantie, mais si une partie garantie réutilise la garantie et fait faillite par la suite, le constituant de la garantie ne dispose plus que d'une créance non garantie à l'encontre de la partie garantie pour le remboursement de cette garantie. Des modifications devraient donc être nécessaires pour permettre au constituant de la garantie de traiter directement avec la contrepartie centrale en ce qui concerne les remboursements de garantie en cas d'insolvabilité de ce membre.

complémentaires doivent être apportées aux lois canadiennes sur l'insolvabilité afin de veiller à ce que les droits en matière de dissolution et de compensation s'appliquent comme il est prévu, peu importe si un membre d'une agence de compensation peut être visé par une procédure en matière d'insolvabilité. Dans la mesure où des membres d'agences de compensation peuvent être visés par des procédures étrangères en matière d'insolvabilité, il est possible que des modifications doivent aussi être apportées aux dispositions des lois canadiennes en matière d'insolvabilité qui régissent les modalités de reconnaissance des procédures étrangères en matière d'insolvabilité afin de veiller à ce que les mécanismes juridiques régissant les opérations des agences de compensation en tant que système désigné de compensation et de règlement produisent les effets prévus sans égard aux procédures étrangères en matière d'insolvabilité.

Portée des modifications

Les réponses ci-dessus aux questions 11 et 12 portent sur un système de compensation et de règlement faisant appel à des contreparties centrales offrant des services complets. Elles ne portent pas sur la possibilité d'une infrastructure canadienne nationale comportant un service « intermédiaire » canadien. Si les exigences canadiennes devaient comprendre à terme une forme d'infrastructure de compensation canadienne nationale qui n'est pas une contrepartie centrale nationale offrant des services complets, des modifications supplémentaires seraient alors nécessaires.

CONCLUSION

Le CMIC considère qu'un engagement continu auprès des ACVM est déterminant pour l'élaboration d'un cadre réglementaire qui respecte les engagements du G20 et atteint les objectifs prévus de politiques publiques. L'inclusion judicieuse par les organismes de réglementation dans l'élaboration du régime de compensation par contrepartie centrale des thèmes énoncés à la rubrique « Aperçu » de la présente lettre contribuera sensiblement à la réussite du cadre en résultant.

Le document de consultation est le cinquième d'une série de huit documents de consultation qui seront publiés. Dans la mesure où cela est nécessaire, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement à la compensation par contrepartie centrale après la publication des documents de consultation restants.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration d'un cadre réglementaire pour la compensation par contrepartie centrale et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les participants au marché qui seront assujettis au régime. Le CMIC se réjouit de la possibilité de discuter de la présente réponse avec des représentants des ACVM.

Les points de vue exprimés dans la présente lettre sont ceux des membres du CMIC indiqués ci-dessous :

Bank of America Merrill Lynch
Banque de Montréal
Caisse de dépôt et placement du Québec
L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada
Banque Canadienne Impériale de Commerce
Healthcare of Ontario Pension Plan
Banque HSBC Canada
Société Financière Manuvie
Banque Nationale du Canada
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Banque Royale du Canada
La Banque de Nouvelle-Écosse
La Banque Toronto-Dominion