

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](mailto: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](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

**February 4, 2013**

**Re: Canadian Securities Administrators (“CSA”) Staff Consultation Paper 91-301  
Model Provincial Rules – Derivatives: Product Determination and Trade Repositories  
and Derivatives Data Reporting (the “Consultation Paper”)**

## **INTRODUCTION**

The Canadian Market Infrastructure Committee (“CMIC”) welcomes the opportunity to comment on the Consultation Paper dated December 6, 2012 published by the Canadian Securities Administrators OTC Derivatives Committee (the “Committee”) relating to trade repositories and derivatives data reporting.

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, JPMorgan Chase Bank, N.A., Toronto Branch, 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. Systemic risk oversight of the 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 the Model Rules relating to reporting of derivatives data. CMIC believes that this approach will lay the foundation for the development of a Canadian regulatory structure<sup>1</sup> that will satisfy Canada's G20 commitments by addressing systemic risk concerns in OTC derivatives markets.

## OVERVIEW

One of the primary goals of OTC derivatives regulatory reform and Canada's G20 commitments is increasing transparency in the OTC derivatives market. Thus, CMIC supports reporting OTC derivatives to a trade repository in order to provide regulators with better information relating to position build-up and interconnectedness. 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 and risks fragmented, and therefore less useful, data being provided to regulators.

While we have provided commentary on numerous aspects of the Consultation Paper, without detracting from other points discussed in this letter, there are three key issues that CMIC wishes to highlight:

- The definition of "local counterparty" in the Model Provincial Rule – *Trade Repositories and Derivatives Data Reporting* (the "TR Rule") is excessively broad and has extra-territorial implications which will likely result in a dual-reporting regime for certain non-Canadian entities with potentially inconsistent laws applicable to such entities.
- The data field requirements under Appendix A of the TR Rule are inconsistent with the rules of the U.S. Commodity Futures Trading Commission ("CFTC") under Title VII of the *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ("Dodd-Frank"). This will place significant pressure on the existing reporting infrastructure by placing an operational burden on market participants to report data which exceeds what other regulators require and which add minimal value from a regulatory perspective. In addition, the inconsistent requirements will result in information being reported to Canadian regulators that will be difficult to aggregate and compare with information being reported under Dodd-Frank, resulting in less useful data being provided to regulators.
- The TR Rule does not contemplate a phased-in implementation approach on a product basis, which is inconsistent with Dodd-Frank, thus adding stress on the current reporting infrastructure. The most developed reporting regulatory regime is currently in the U.S. but only with respect to OTC derivatives over which the CFTC has exclusive jurisdiction. CMIC recommends that, to the extent reporting rules under Dodd-Frank have not been finalized, the TR Rule should contain a phased-in implementation so that trade reporting for a specific product will be reported only after final rules for that product have been implemented under Dodd-Frank. Since the

---

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

Canadian OTC derivatives market is quite small relative to the global OTC derivatives market, CMIC submits that Canadian regulators should not be setting the precedent in this area.

Each of these three key issues is discussed in greater detail below.

### ***Harmonization Within Canada and Rule-making Process***

In our responses (the “CMIC TR Letter”, the “CMIC S&E Letter”, the “CMIC S&P Letter”, the “CMIC End-User Letter” and the “CMIC CCP Letter”, respectively, and collectively, the “CMIC Letters”)<sup>2</sup> to the consultation papers issued by the CSA relating to OTC derivatives trade repositories (the “TR Paper”),<sup>3</sup> surveillance and enforcement of the OTC derivatives market (the “S&E Paper”),<sup>4</sup> segregation and portability in OTC derivatives clearing (the “S&P Paper”),<sup>5</sup> the exemption of end-users of OTC derivatives from certain proposed regulatory requirements (the “End-User Paper”)<sup>6</sup> and central counterparty clearing (the “CCP Paper”),<sup>7</sup> we emphasized that a Canadian regulatory framework for OTC derivatives must be harmonized and streamlined to the greatest extent possible across the provinces and territories and with federal authority over systemic risk. CMIC is pleased to see that the Model Provincial Rule – *Derivatives: Product Determination* (the “Scope Rule”, and with the TR Rule, the “Model Rules”) and the TR Rule relating to trade repository reporting have been published by the CSA, representing an agreement among the securities commissions of Alberta, British Columbia, Manitoba, New Brunswick, Nova Scotia, Ontario and Quebec (collectively, the “CSA Provinces”). While we understand that the exact regulatory amendments may vary slightly from province to province as a result of variations in provincial and territorial securities regulation, we applaud the goal of the Committee that the substance of the rules will be the same across all Canadian jurisdictions and that market participants and derivative products will receive the same treatment across Canada. Duplicative, contradictory, or unique regulatory obligations within Canada will undermine the ability of a trade repository to amass data that will allow proper regulatory monitoring to take place.

---

<sup>2</sup> 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](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](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](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](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20120615_91-405_cmic.pdf).  
Response of CMIC dated September 21, 2012 to the CCP Paper. Available at [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com\\_20120921\\_91-406\\_cmic.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20120921_91-406_cmic.pdf).

<sup>3</sup> 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](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20110623_91-402_trade-repositories.pdf).

<sup>4</sup> 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](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20111125_91-403_cp-derivatives.pdf).

<sup>5</sup> 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](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20120210_91-404_segregation-portability.pdf).

<sup>6</sup> 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](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20120420_91-405_end-user-exemption.pdf).

<sup>7</sup> CSA Consultation Paper 91-406 - Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing dated June 20, 2012. Available at: [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa\\_20120620\\_91-406\\_counterparty-clearing.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9/csa_20120620_91-406_counterparty-clearing.pdf).

We understand, however, that, after considering various comment letters, it is not the intention of the CSA to publish revised Model Rules. Instead, each province and territory will amend its existing legislation to incorporate the Model Rules, taking into account comments received. We submit that taking this approach undermines transparency in the rule-making process. CMIC submits that revised Model Rules should be published for comment in order that market participants can confirm which comments received by the CSA have been adopted and agreed to by the CSA Provinces prior to the amendment of the relevant legislation in each province and territory. We believe that our suggested approach of final Model Rules will enhance consistency across Canada.

### ***Harmonization with International Regulatory Developments***

The ability to monitor information on a global basis will undoubtedly depend on the exchange of information with regulators and trade repositories located outside Canada. Canadian adoption, in a harmonized fashion, of standards and protocols developed by international bodies<sup>8</sup> will eliminate the risk of a Canadian framework that is not compatible. In particular, many CMIC members are currently reporting OTC derivatives transactions with U.S. persons under Dodd-Frank. Using significant resources of market participants, operational systems and trade processes have already been developed to comply with the Dodd-Frank requirements. CMIC submits that, unless there are unique features of the Canadian market, adopting the Dodd-Frank reporting requirements will leverage the systems developed already and reduce the risk of gaps in systemic risk regulation. Such an approach will also help ensure that Canadian regulators receive derivatives data in a format that is consistent with global market participants.

With respect to whether there are any features of the Canadian market or a particular Canadian OTC derivatives product that would necessitate any departure from Dodd-Frank and other emerging international standards and protocols, CMIC has identified only one such area: public disclosure of information, including block trade information. For more information, see our discussion below under the heading “Data Available to Public”.

Lastly, the CSA needs to continually monitor developing standards in other major jurisdictions, including Europe, to ensure that Canada is harmonized with international standards as they evolve in coming months.

### ***Detailed Approach vs. Principles-Based Approach***

As mentioned above, in order to monitor systemic risk both within Canada and globally, it is crucial that OTC derivatives trade information be reported on a consistent basis. The reporting of such information is a very technical exercise which requires operational and electronic processes and procedures to be established. Accordingly, market participants require that the rules relating to trade reporting be clear and precise. CMIC submits that if a principles-based approach is adopted, there should be clear and precise details provided by the regulators in order to provide useful guidance to market participants. We expand on this point throughout this response letter, for example, under the heading “Exclusion of Physical Commodity Transactions” and “Governance”.

## **MODEL PROVINCIAL RULE – DERIVATIVES: PRODUCT DETERMINATION**

The Committee has indicated in the explanatory guidance that while the Scope Rule applies only to the TR Rule, it expects that elements of the Scope Rule will also be made applicable to additional

---

<sup>8</sup> Inclusive of CPSS-IOSCO, ISDA, ODRF, ODSG. CMIC considers CPSS-IOSCO standards as the international standards for trade repository framework, ODRF (OTC Derivatives Regulators’ Forum) the international standard for regulatory requirements, ODSG (OTC Derivatives Supervisors Group) standards as the international standard for implementation and IIGC (ISDA Industry Governance Committee) as the international standard for governance structure.

derivatives rules, including but not limited to rules relating to OTC central counterparty clearing, end-user exemptions, trading platforms, capital and collateral and registration. It is CMIC's view that this statement should be removed from subsection 1(3) of the related explanatory guidance. The determination of the scope of each such additional derivatives rule should be considered independently of the Scope Rule. The purpose of trade reporting is to increase transparency with respect to OTC derivative transactions and to provide regulators with access to information. The other rules will have different purposes and accordingly it would be inappropriate to use the Scope Rule as a starting point for such other purposes.

In addition, CMIC submits that it is not clearly stated in the Scope Rule or the related explanatory guidance as to whether exchange traded derivatives are included within the Scope Rule since the definition of "derivative" under the *Ontario Securities Act* is not limited to only OTC derivatives.<sup>9</sup> CMIC's view is that the TR Rule should apply only to OTC derivatives as Canada's G20 commitments relate only to the regulation of OTC derivatives. This should be clearly stated in the Scope Rule or the related explanatory guidance.

### ***Excluded Derivatives – Consistency with Dodd-Frank***

As mentioned above, the systems and procedures of market participants have already been built at a significant cost in terms of both systems and human resources in order to comply with Dodd-Frank. To the extent that the transactions under the Scope Rule differ from the transactions required to be reported under Dodd-Frank, it will place an additional burden on market participants. Systems and procedures would need to be further modified to accommodate any differences. We note that the criteria under subsections 2(c) and 2(d) of the Scope Rule for physically-settled trades appear to be more restrictive than under Dodd-Frank. Essentially, Dodd-Frank requires that the parties intend to settle the contract by physical delivery under prong (iii); however, prongs (i) and (ii) appear to be unduly restrictive as well as redundant, which makes those clauses confusing to implement.

### ***Exclusion of Physical Commodity Transactions***

Also mentioned above, market participants require that the rules relating to reporting be clear and precise. As currently drafted, the Model Rules use terms that are not defined, thus creating uncertainty. As an example, it is not clear what a "physical commodity" is, and the explanatory guidance is descriptive and not definitive, stating that it "includes" certain types of commodities. CMIC suggests that the Dodd-Frank approach be adopted instead, referring to "financial" versus "non-financial" commodities so as to avoid gaps and uncertainties. Under Dodd-Frank, an intangible commodity (that is not an "excluded commodity") which can be physically delivered qualifies as a "nonfinancial" commodity if ownership of the commodity can be conveyed in some manner and the commodity can be consumed.<sup>10</sup> For example, emissions credits are intangible but can be physically settled, and thus based on our reading of the current wording of the Scope Rule, would not be covered by the exclusion.

### ***"Long Dated" FX Spot Transactions***

The Scope Rule excludes foreign exchange ("FX") spot transactions that settle within two business days. CMIC agrees with this approach as the risks relating to these short-dated transactions are

---

<sup>9</sup> To further demonstrate the lack of clarity, the French version of the explanatory guidance for the Scope Rule provides that "contrats à terme sur change" (which is translated as "FX futures") should be reported to a trade repository.

<sup>10</sup> CFTC and SEC, Final Rules, *Further Definition of "Swap", "Security-Based Swap", and "Security-Based Swap Agreement"; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping*, 77 F.R. 48,208 (August 13, 2012) (the "Definitions Release") at 48,233. Available at: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2012-08-13/pdf/2012-18003.pdf>.

relatively low and primarily consists of settlement risk. However, there are certain FX transactions that are entered into in order to hedge foreign currency risk in connection with the purchase of an equity security. In order to coincide with the settlement date of the equity purchase, settlement of the FX transaction occurs within a period that is slightly longer than two business days. These types of transactions are considered by the market as “FX spot transactions”. Note that the CFTC included within its definition of an FX spot transaction any transaction that is settled by delivery more than two days after the trade date if such settlement coincides with the settlement of a securities transaction denominated in the underlying currency.<sup>11</sup> CMIC accordingly recommends that a similar reference be made to such longer dated FX spot transaction in subsection 2(c) of the Scope Rule.

### ***Intention to Physically Settle; Obligation Netting Agreements***

Foreign exchange (“FX”) spot transactions are entered into primarily as a source of funding to hedge risk associated with fluctuations in foreign currency values and to manage, on a daily basis, global cash flow needs<sup>12</sup> Prior to the settlement date of one or more FX transactions (for example, FX spot transaction, FX forward transaction and/or an individual leg of an FX swap transaction, the “Original FX Transactions”), each counterparty to such transactions will assess and re-evaluate its currency requirements and, if changed, may enter into one or more FX swap transactions (the “New FX Swap Transactions”) to off-set, in whole or in part, the net currency positions in one or more currencies.

On such settlement date and in respect of the Original FX Transactions and the near-leg of the New FX Swap Transactions, pursuant to payment obligations netting arrangements, the parties will calculate the net payment and receipt obligations in each currency and exchange those amounts. Under these types of transactions, the terms of the Original FX Transactions are not amended, including the requirement to physically settle such transaction and in fact, each individual transaction, including the New FX Transactions actually settle.<sup>13</sup> CMIC is concerned that such payment obligations netting arrangements may be viewed as converting a physically-settled transaction into a Cash-Settled Transaction<sup>14</sup> under the Scope Rule or deem such transaction as allowing for the contract to be “rolled over” (thus disqualifying such transaction under paragraph 2(c)(i) of the Scope Rule). CMIC therefore recommends that wording should be added to the Scope Rule to confirm that such payment obligation netting arrangements are permitted in respect of physically-settled transactions. CMIC submits that applying appropriate payment obligation netting mechanisms during the settlement process should not disqualify an FX spot transaction from the exclusion under

---

<sup>11</sup> See Definitions Release, *ibid*, at 48,257.

<sup>12</sup> See Department of the Treasury, Notice of Final Determination, *Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act*, 77 F.R. 69,694, (November 20, 2012) (the “Treasury Determination”) at 69,697. Available at: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2012-11-20/pdf/2012-28319.pdf>.

<sup>13</sup> For example, if these transactions are settled using CLS Bank International (“CLS”), each Original FX Transaction and each New FX Swap Transaction is individually settled, while payments to and from CLS are calculated using payment obligation netting mechanics on a multi-lateral basis.

<sup>14</sup> Subsection 2(c) of the Scope Rule provides that foreign exchange spot transactions are excluded only where the parties intend to physically settle the transaction by an exchange of currency by each party on the applicable settlement date. If the parties to such transactions agree to net cash settle in a single currency, for example, based on FX market rates, (such settlement is referred to as “Cash Settlement” and such transaction, a “Cash-Settled Transaction”) it would significantly change the risk profile. The payment obligations on the settlement date of each party to a physically-settled foreign exchange spot transaction are known on the trade date. Under a Cash-Settled transaction, however, the single cash payment depends on the exchange rate of the reference currency on the settlement date. As a result, under a Cash-Settled Transaction, the parties are subject to market risk, whereas under a physically-settled transaction, on the settlement date, the parties are primarily subject to settlement risk. Thus, payment obligation netting arrangements do not convert physical settlement to Cash Settlement.

subsection 2(c) of the Scope Rule as it does not change the essential elements of the transaction, namely an exchange of two different currencies at a predefined, fixed rate.

Similarly, parties to contracts entered into for the purchase of a physical commodity for immediate or deferred delivery (“Physical Commodity Forward Transactions”) will often enter into a “book out” transaction under which they agree to settle their delivery obligation (but not their other obligations) by exchanging net payments based on price differences.<sup>15</sup> This allows parties to financially settle their delivery obligations, rather than actually making or taking delivery of the physical commodity in order to eliminate the often substantial transaction costs associated with physical settlement.<sup>16</sup> Because the parties to a Physical Commodity Forward Transaction are under no obligation to agree to a book-out transaction, such Physical Commodity Forward Transaction retains all of the risks and obligations associated with making or taking delivery of a physical commodity until either a book-out is agreed or physical settlement occurs.<sup>17</sup> Dodd-Frank expressly provides that parties can enter into book-outs in respect of Physical Commodity Forward Transactions without changing the nature of such transaction from a forward transaction requiring physical delivery to a cash-settled transaction.<sup>18</sup> CMIC submits that it be clarified in the Scope Rule and the related explanatory guidance that where parties to a Physical Commodity Forward Transaction which settles by physical delivery enter into book-out transactions in relation thereto, provided that the parties are not obligated to enter into such book-out transactions, such Physical Commodity Forward Transaction will still be considered a transaction that settles by physical delivery.

### ***Insurance and Gaming Contracts***

Under subsections 2(a) and 2(b) of the Scope Rule, a contract or instrument is excluded from being a derivative if it is a gaming contract regulated by federal or provincial gaming control legislation, or an insurance contract or annuity issued by an insurer licensed under federal or provincial insurance legislation. CMIC submits that this exclusion should apply to all gaming contracts and instruments regardless of whether they are regulated in Canada, and to all insurance or annuity contracts, whether or not they are issued by an insurer licensed under federal or provincial insurance legislation. The Committee has indicated that, although these types of products may meet the technical definition of a “derivative” they are not generally recognized as financial derivatives and typically do not pose the same potential risks to the financial system as true derivative products. This reasoning applies equally to all gaming contracts and instruments, and to all insurance or annuity contracts, whether or not they are subject to Canadian regulation.

## **MODEL PROVINCIAL RULE – TRADE REPOSITORIES AND DERIVATIVES DATA REPORTING**

### ***Obligation to Report***

Where a counterparty to a transaction is a “local counterparty”, the TR Rule imposes a reporting obligation on such counterparty, thus establishing “who” will have an obligation to report transactions under the TR Rule. The definition of “local counterparty” is broader than any other jurisdiction’s reporting regime and has extra-territorial implications. Under paragraphs (c), (d), (e) and (f), a non-Canadian party could have reporting obligations under the Canadian TR Rule even if the other party to the transaction is also a non-Canadian party, and under the transaction there is either no or

---

<sup>15</sup> See Letter from Edison Electric Institute dated September 20, 2010 on the Definitions Contained in Title VII of Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 75 Fed. Reg. 51429 (August 20, 2010) at page 4. Available at: <http://www.sec.gov/comments/s7-16-10/s71610-53.pdf>.

<sup>16</sup> *Ibid.*

<sup>17</sup> *Ibid.*

<sup>18</sup> See Definitions Release, *supra*, note 10 at 48,228-48,229.

insufficient connection to Canada. In such circumstances, it is not clear how such transactions would impact the Canadian marketplace, and thus, an unreasonable reporting obligation will be placed on the non-Canadian parties. In addition, these paragraphs (particularly paragraphs (e) and (f)) may be unenforceable on the grounds that they are constitutionally inapplicable. The Supreme Court of Canada has held that the applicability of an otherwise competent provincial legislation to out-of-province defendants is conditioned by the requirements of “order and fairness”,<sup>19</sup> and that the role of “order and fairness” is intended, *inter alia*, to prevent the confusion and potential unfairness of a particular person, or a particular activity, being simultaneously subject to regulation under the laws of multiple jurisdictions.<sup>20</sup>

From a global harmonization perspective, it should be noted that the CFTC had originally proposed a definition of the term “U.S. person”<sup>21</sup> (which then determines the scope of application of Dodd-Frank) that would encompass both persons located within the United States as well as those that may be domiciled outside the United States. This original proposed extra-territoriality reach by the CFTC attracted many submissions from many quarters arguing that the reach was too broad.<sup>22</sup> The European Commission stated that, with respect to the proposed wide definition of a U.S. person, there was significant potential risk with this broad approach because it would have maximized the potential for overlap and duplication of US regulatory requirements with those of other jurisdictions, leading to duplication of laws and potentially irreconcilable conflicts of laws.<sup>23</sup> Based on the recent CFTC No-Action Letter and Final Exemptive Order,<sup>24</sup> it appears that these submissions were successful, and the current definition of the term “U.S. person” is narrower than what was originally proposed. CMIC would also note that the broad extra-territoriality reach of the local counterparty definition would appear to be at odds with the co-operative approach among regulators as seen in last year’s joint press statement which appears to emphasize an approach where each regulator limits its scope to entities within its jurisdiction.<sup>25</sup>

#### Paragraph (c) and Paragraph (d)

Under paragraphs (c) and (d) of the definition, if a party is a reporting issuer or a registrant, in each case, under the securities legislation of a province, such party will be a “local counterparty”. These paragraphs will result in all the trades of a non-Canadian party being reported under the TR Rule, including trades with other non-Canadian parties and with no other connection to a specific province, other than the fact that one of the non-Canadian parties is a reporting issuer or a registrant. CMIC submits that the inclusion of these two criteria is arbitrary and unprecedented. CMIC recommends that paragraphs (c) and (d) be removed. An entity becomes a reporting issuer in a particular province because it wishes to sell securities in that province, which is an activity that is unrelated to OTC

---

<sup>19</sup> See *Unifund Assurance Co. v. I.C.B.C.*, [2003] 2. S.C.R. 63 at para 56.

<sup>20</sup> *Unifund, supra*, at para 80.

<sup>21</sup> See CFTC, Cross-Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act, 77 F.R. 41214 (July 12, 2012). Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2012-16496a.pdf>.

<sup>22</sup> See comment letters received by the CFTC. Available at: [http://comments.cftc.gov/PublicComments/CommentList.aspx?id=1233&ctl00\\_ct00\\_cphContentMain\\_MainContent\\_gvCommentListChangePage=2](http://comments.cftc.gov/PublicComments/CommentList.aspx?id=1233&ctl00_ct00_cphContentMain_MainContent_gvCommentListChangePage=2)

<sup>23</sup> See European Commission letter to CFTC, dated August 24, 2012 at page 2. Available at: <http://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=58430&SearchText=>

<sup>24</sup> See CFTC No-Action Letter 12-22 (October 12, 2012). Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/letter/12-22.pdf> and CFTC Final Exemptive Order Regarding Compliance With Certain Swap Regulations Order, 78 F.R. 858 at 862. Available at:

<sup>25</sup> See SEC, *Joint Press Statement of Leaders on Operating Principles and Areas of Exploration in the Regulation of the Cross-border OTC Derivatives Market*, (December 4, 2012). Available at: <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-251.htm>.



derivatives. Similarly, an entity becomes a registrant under provincial securities legislation for purposes unrelated to OTC derivatives. CMIC submits that it is unnecessary for such entity to become a “local counterparty” and report all their trades to a trade repository as required under the TR Rule. Furthermore, the full extra-territorial reach of the proposed TR Rule is seen in paragraph (f) of the definition that requires a non-Canadian subsidiary of a non-Canadian reporting issuer/registrant that enters into a transaction that has no connection to Canada or any of the provinces would also be considered a “local counterparty” for purposes of the TR Rule.

#### Paragraph (e)

CMIC submits that including paragraph (e) of the definition has extra-territorial effects and may be unenforceable. Under that paragraph, the TR Rule requires that if a party to a transaction negotiates, executes, settles, writes or clears any part of a transaction in Canada, such party is required to report its transactions to a Canadian designated trade repository pursuant to the TR Rule. This is the result under the proposed rule even if such transaction is entered into between two non-Canadian counterparties without a Canadian head office or principal place of business in Canada and where such counterparty is not a reporting issuer or a registrant under any provincial securities laws. Again, paragraph (e) contains wording that is overly broad and unprecedented.<sup>26</sup> CMIC submits that if the only connection to a province under transactions entered into between two non-Canadian entities is the fact that any part of a transaction was negotiated, executed, written or settled in the province, this is insufficient to characterize the parties as “local counterparties” and to thereby impose the provincial trade repository reporting regime upon them without regard to the rules or obligations that may be applicable in their home jurisdictions. In addition, this result would enormously complicate the international dealings by those counterparties who would have to identify themselves as local Canadian provincial counterparties, compounding the “know your counterparty”, reporting and disclosure challenges that they would need to face with their global counterparty base.

If the purpose of including paragraph (e) is to ensure that all Canadian dollar denominated transactions, by virtue of the fact that they are all at least partially settled in Canada, are reported to Canadian securities regulators for systemic risk purposes, CMIC submits that this approach is inconsistent with the approach taken globally, and that the purpose of the TR Rule is the regulation of the conduct of OTC derivative market participants, and not the regulation or control of the Canadian currency. No other major jurisdiction has attempted to define the scope of its reporting requirements based on currency alone. CMIC further submits that, consistent with the purpose behind the commitments of the G20 countries relating to OTC derivatives regulation, each G20 country should require the reporting of transactions involving persons located or organized in such country. The regulators in each G20 country should then rely on memoranda of understanding to access information reported in connection with transactions relating to or affecting systemic risk of the financial system of the applicable G20 country.<sup>27</sup> Because of these extra-territorial implications, CMIC submits that non-Canadian parties providing liquidity in Canadian dollar denominated transactions

---

<sup>26</sup> We would also note that, with respect to transactions entered into by a local counterparty under paragraph (e) of the definition, it is not clear from the wording under subsection 25(1) of the TR rule whether all transactions of the non-Canadian counterparties would be required to be reported, even if such transactions are not executed, negotiated, cleared or settled in the relevant province, or whether the TR Rule requires the reporting of only those transactions which partially or fully is executed, negotiated, cleared or settled in the relevant province. The definition of “local counterparty” in the TR Rule refers to a particular transaction in both the introductory clause and paragraph (e) but subsection 25(1) requires a local counterparty to report derivatives data for “each transaction” (without any restriction on such term) to which it is a counterparty.

<sup>27</sup> See *Joint Press Statement of Leaders on Operating Principles and Areas of Exploration in the Regulation of the Cross-border OTC Derivatives Market*, note 25.

may no longer enter into such transactions, thus having a negative effect on liquidity in the marketplace for Canadian dollar transactions.

#### Paragraph (f)

Under paragraph (f) of the definition of “local counterparty”, if a transaction is entered into by a non-Canadian subsidiary<sup>28</sup> of a Canadian party, such non-Canadian subsidiary will be required to report all its transactions under section 25 of the TR Rule, even if there is no connection with Canada (other than the fact that the parent company is Canadian). For example, a subsidiary of a Canadian bank operating in China that enters into an interest rate swap with a Chinese party would be required to report all of its transactions to a designated trade repository pursuant to the TR Rule.

CMIC submits that if paragraph (f) was included as an anti-avoidance measure, a more reasonable approach would be to include an express enforcement provision in securities legislation or to rely on existing, broadly cast, enforcement powers that have already been granted to the securities commissions which should prove to be more than adequate for addressing any non-compliance with transaction reporting requirements.<sup>29</sup> Instead, the approach taken in the TR Rule has extra-territorial effects and may be unenforceable. The test for constitutional applicability requires the plaintiff to demonstrate a connection between breach and harm.<sup>30</sup> CMIC submits that there is an insufficient connection between a non-Canadian local counterparty as defined under paragraph (f) and the harm that would be suffered within Canada if transactions entered into between two such non-Canadian local counterparties were not reported pursuant to the TR Rule.

#### Substituted Compliance

CMIC submits that the TR Rule should allow for substituted compliance such that the reporting of trades under approved designated non-Canadian regimes with a trade repository approved under such non-Canadian regime should satisfy the reporting requirements under the TR Rule.

---

<sup>28</sup> Pursuant to s. 1(4) of the *Ontario Securities Act* (“OSA”), a company shall be deemed to be a subsidiary of another company if, (a) it is controlled by, (i) that other, or (ii) that other and one or more companies each of which is controlled by that other, or (iii) two or more companies each of which is controlled by that other; or (b) it is a subsidiary of a company that is that other’s subsidiary. Under s. 1(3) of the OSA, a company shall be deemed to be controlled by another person or company or by two or more companies if, (a) voting securities of the first-mentioned company carrying more than 50 per cent of the votes for the election of directors are held, otherwise than by way of security only, by or for the benefit of the other person or company or by or for the benefit of the other companies; and (b) the votes carried by such securities are entitled, if exercised, to elect a majority of the board of directors of the first-mentioned company.

<sup>29</sup> By way of example, section 11 of the *Securities Act* (Ontario) (the “Ontario Act”) authorizes the Commission to appoint one or more persons to make such investigation with respect to a matter as it considers expedient for the due administration of Ontario securities law or the regulation of its capital market. Similarly, section 20 of the Ontario Act authorizes the Commission to designate one or more persons to review the books, records and documents that are required to be kept by a market participant under section 19 for the purpose of determining whether the market participant is complying with Ontario securities law. The Commission may also choose to assert its public interest jurisdiction pursuant to section 127 of the Ontario Act. Section 127 authorizes the Commission to make one or more of a number of different orders if in its opinion it is in the public interest to do so. These orders include requiring a market participant to provide a person or company with any document described in the order if the Commission is satisfied that Ontario securities law has not been complied with. Finally, the Commission may apply to the Superior Court of Justice for a declaration of non-compliance with Ontario securities law pursuant to section 128 of the Ontario Act. If such a declaration is made by the Court it may make one or more of a number of different orders including an order requiring a person or company to comply with Ontario securities law.

<sup>30</sup> See test set out in *B.C. v. Imperial Tobacco*, 2006 BCCA 398, esp. at para. 61 and 94, *leave to appeal refused* [2006] S.C.C.A. Nos. 443/444/445/446/447/448/449.

## ***Trade Repository Initial Filing and Designation***

When considering the practicalities of designating a trade repository under Canadian regulations, CMIC submits that the process must be as streamlined and efficient as possible at least where the trade repository has been approved as a trade repository by various other regulators. Specifically, with respect to the submission of an application by a non-Canadian trade repository (a “Foreign TR”), the process should not be so onerous as to discourage a Foreign TR from doing business with Canadian market participants. This is particularly important since many Canadian market participants are already reporting to a Foreign TR in respect of their respective obligations under Dodd-Frank. It would be most efficient if such mandatory trade reporting in another jurisdiction would also satisfy reporting obligations of a local counterparty under the TR Rule. CMIC therefore strongly supports the Committee’s recommendation under paragraph 6 of the Consultation Paper that exemptions under section 40 of the TR Rule from the requirements of the TR Rule be made available to a Foreign TR if such Foreign TR is subject to an equivalent regulatory and oversight regime in its home jurisdiction.

In order to streamline the process of designating a Foreign TR in Canada, CMIC suggests that such Foreign TR’s should only have one point of regulatory contact in Canada. This approach will reduce the administrative burden on both regulators and Foreign TR’s by avoiding an unnecessary duplication of effort across the country. To further reduce any duplication of effort, it may also be appropriate to consider a passporting regime with certain international regulators,<sup>31</sup> such as the CFTC and/or European Securities and Markets Authority. If a specified non-Canadian regulator (approved as such by Canadian regulators) has approved such Foreign TR under its regulations, in a passport system, the applicable Canadian regulatory authority would conduct a much more limited review of such Foreign TR than would be required if it had not been previously reviewed by another approved regulator.

Similarly, CMIC suggests that such a passporting regime should be applicable to any trade repository that has been designated (or has applied for designation) as an approved trade repository under one province’s regulations where such trade repository would also like to be designated under the rules of other provinces. In such circumstances, consideration should be given to appointing one province as the primary regulator (similar to the existing rules for reporting issuers) and using a passporting regime to streamline the designation process in respect of the other Canadian jurisdictions.

Drafting comments: With respect to the wording used under paragraph 2(3)(b) of the TR Rule, that provision currently requires a legal opinion that the applicant “is able” to provide access and submit to an onsite inspection. CMIC suggests that more precise wording be used given that these are requirements in respect of a legal opinion. Instead of using the words “is able”, we suggest using “has the power and authority”.

## ***Confirmation of Data and Information***

Section 23 of the TR Rule provides that a designated trade repository must establish written policies and procedures to confirm with each counterparty that the reported derivatives data is correct. This

---

<sup>31</sup> 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. It would be reasonable to assume that if Canadian regulators were comfortable with the requirements of the US Securities and Exchange Commission (“SEC”) in the area of securities offerings to Canadian investors pursuant to MDJS, it would be comfortable with the requirements of the SEC in the area of regulatory oversight of a trade repository.

requirement presents serious logistical issues in a “real-time” reporting environment. CMIC notes that this requirement is different than the requirements under Dodd-Frank<sup>32</sup> where there is no positive requirement on the trade repository to affirmatively communicate with both counterparties when data is received from a SEF, a designated contract market, a derivatives clearing organization or a third party service provider. Communication need not be direct and affirmative where the trade repository has formed a reasonable belief that the data is accurate, the data or accompanying information reflects that both counterparties agreed to the data and the counterparties were provided with a 48 hour correction period. However, the trade repository must affirmatively communicate with both parties to the transaction when creation data is submitted directly by a swap counterparty. For swap continuation data, a trade repository has confirmed the accuracy of such data if the trade repository has notified both counterparties of the data that was submitted and provided both counterparties with a 48 hour correction period, after which a counterparty is assumed to have acknowledged the accuracy of the data. CMIC supports the approach used under Dodd-Frank and recommends that the TR Rule incorporate the Dodd-Frank approach.

### ***Duty to Report; Reporting Counterparty***

CMIC supports having a hierarchy of counterparty types determine default reporting obligations. This is also consistent with existing in force international protocols and standards.<sup>33</sup> The TR Rule does not include such a hierarchy, nor does it address market conventions for trade reporting. Such a hierarchy is critical for buy-side participants as the TR Rule places a burden on them that is not present in other jurisdictions. If both parties are derivatives dealers, or if both parties are not derivatives dealers, paragraph 27(1)(b) provides that both parties will be reporting parties, unless they agree in writing between themselves that one of them is to be the reporting counterparty. This requirement necessitates that each dealer enter into a written agreement with every other dealer setting out who will be the reporting counterparty under certain transactions. If the two parties are unable to agree in writing prior to, or contemporaneously upon entering into a transaction, or if the parties mistakenly assume that market conventions will apply and forget to obtain such a written agreement, there will be dual reporting requirements. This result is inefficient, given that there are market conventions in place that will determine which party will be the reporting party in such circumstances. CMIC submits that the TR Rule should set out a hierarchy as to the determination of the reporting party similar to the hierarchy set out under Dodd-Frank in order to avoid dual reporting or uncertainty as to which party will be obligated to report, and at a minimum, the words “in writing” should be removed from paragraph 27(1)(b) of the TR Rule.

With respect to third party delegation of reporting obligations, subsection 27(4) of the TR Rule allows a reporting counterparty to delegate its reporting obligations but remains responsible for ensuring timely and accurate reporting of derivatives data. The related explanatory guidance indicates that this delegation includes delegation to a CCP in respect of cleared transactions. It is CMIC’s view that where parties to a transaction have executed such transaction using a SEF or have agreed to clear such transaction using a CCP, such SEF or CCP should be obligated under the TR rule to report the transaction to a trade repository (regardless of whether one or both counterparties are “local counterparties”, thus overriding subsection 27(2) of the TR Rule). In such circumstances, CMIC submits that the counterparties should not be required to monitor whether such reporting has been done by the SEF or CCP. CMIC submits that such counterparties should not be ultimately

---

<sup>32</sup> CFTC, Final Rule, *Swap Data Repositories: Registration Standards, Duties and Core Principles*, 76 F.R. 54,538 (September 1, 2011) (the “SDR Registration Rule”) at 54,579. Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2011-20817a.pdf>.

<sup>33</sup> See hierarchy of counterparty reporting as set out under Dodd-Frank: CFTC, Final Rule, *Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements*, 77 F.R. 2,136 (January 13, 2012) (the “Reporting Requirements”) at 2,207. Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2011-33199a.pdf>.

responsible for reporting in the event that such SEF or CCP fails to report, as long as the SEF and CCP have been approved by the applicable securities regulator. This approach is consistent with Dodd-Frank.<sup>34</sup> Requiring counterparties to assume such a monitoring obligation will add considerably to existing counterparty obligations and systems in such circumstances.

While the motivation for holding a reporting counterparty ultimately responsible in respect of transactions executed using a SEF or cleared through a CCP may be that the applicable Canadian regulator has jurisdiction over such reporting counterparty and thus would be able to enforce this rule, CMIC submits that the applicable Canadian regulator may have a similar ability to enforce this rule against the SEF or CCP as they likely will have been approved by such Canadian regulator under the relevant province's Securities Act and thus, subject to the jurisdiction of such regulator.

### ***Pre-existing Trades***

Local counterparties to a transaction that was entered into before the date on which they are required to report the TR Rule (such transactions, "Pre-existing Transactions") are required to report "derivatives data" in respect of such transactions. Under subsection 26(2) of the TR Rule, the derivatives data to be reported for such transactions is the same as the data required to be reported for transactions entered into after the coming into force of the TR Rule. This is different than what is required under Dodd-Frank<sup>35</sup> where only basic economic data is required to be reported for such Pre-existing Transactions. Therefore, Pre-existing Transactions that have already been reported under Dodd-Frank would be required to be amended for the additional information required under the TR Rule, which is operationally challenging and burdensome. CMIC submits that, while some parties might not have records of all terms of each Pre-existing Transaction, the rule should be recast to require that parties report only principal economic terms for each Pre-existing Transaction, which should provide Canadian regulators with sufficient information. Further, CMIC is of the view that it would be inefficient and costly to go back and report additional information for transactions which have already been reported under Dodd-Frank, and therefore, a shorter list of principal economic terms should be set out in the TR Rule which would be applicable to only Pre-existing Transactions.

### ***Real Time Reporting***

The TR Rule does not contemplate circumstances where the trade repository ceases its operations or stops accepting data for a certain product. CMIC suggests that in such circumstances the rule should allow a reporting counterparty a reasonable period of time to transition to another trade repository without contravening the timing requirements under section 28 of the TR Rule provided that the reporting counterparty provides a copy of any notice it receives from the trade repository informing parties that it will be ceasing operations or stop accepting data for a certain product.

CMIC submits that the TR Rule should exempt transactions between affiliates from the real time reporting requirements under section 28 of the TR Rule. The real time dissemination of pricing information for transactions between affiliates is unnecessary and, further, might distort price discovery rather than enhancing it.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> See Reporting Requirements, *ibid.*, at 2199.

<sup>35</sup> CFTC, Final Rule, *Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements: Pre-Enactment and Transition Swaps*, 77 F.R. 35,200 (June 12, 2012) (the "Pre-Enactment Swaps Rule") at 35,208. Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2012-12531a.pdf>.

<sup>36</sup> See CFTC, Final Rule, *Real-Time Public Reporting of Swap Transaction Data*, 77 F.R. 1182 (January 9, 2012) at 1187. Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2011-33173a.pdf>.

## **Identifiers**

Section 30 of the TR Rule requires that a legal entity identifier must be assigned to a counterparty in accordance with the standards set by the Global Legal Entity Identifier System. If the Global Legal Entity Identifier System is unavailable when the TR Rule comes into force, CMIC would suggest that the CSA confirm that CFTC Interim Compliant Identifiers can be used as a substitute pursuant to paragraph 30(3)(a) of the TR Rule.

Section 31 of the TR Rule provides that unique transaction identifiers must be assigned by a designated trade repository. However, CMIC notes that unique transaction identifiers can be created by SEFs and accordingly, paragraph 31(2)(a) should include a reference to such electronic trading venues.

## **Valuation Data**

The TR Rule under subsection 35(2) provides that valuation data is to be reported on an ongoing basis, whether daily or quarterly, depending on whether the local counterparty is a dealer. Since the term “local counterparty” is determined at the time a transaction is entered into, this could have the effect of requiring a party to continue reporting valuation data in respect of a transaction when such party is no longer a local counterparty.<sup>37</sup> CMIC submits that if a party is no longer a “local counterparty”, the TR Rule should clarify whether valuation data should continue to be reported in respect of such party’s trades (which were originally reported to a trade repository).

With respect to the timing requirements by which valuation data is to be reported pursuant to paragraphs 35(2)(a) and (b) of the TR Rule, CMIC submits that the TR Rule should expressly provide that valuation data should be reported using the most current daily mark available. It is market standard that valuations of OTC derivatives are performed overnight and accordingly, the valuation data for a transaction will be first reported on the business day following the trade date. This approach is consistent with Dodd-Frank.<sup>38</sup>

## **Recordkeeping**

The TR Rule provides that local counterparties to a transaction must keep “records” of the derivatives data (which includes continuation data) in relation to the derivative for the life of the derivative plus a period of 7 years after the date on which the derivative terminates. CMIC suggests that clarification is needed with respect to what is required to be retained – whether it is simply whatever records a local counterparty has relating to the transaction, or whether it is all the information that has been reported to the trade repository under the TR Rule.

As this requirement under the TR Rule is two years longer than the requirement under Dodd-Frank, it means that a local counterparty that is not a derivatives dealer (and who could otherwise effectively rely on a derivatives dealer reporting under Dodd-Frank<sup>39</sup>) would be responsible for keeping such records for the additional two years. Buy-side local counterparties do not expect to create such

---

<sup>37</sup> For example, based on the current definition of “local counterparty” (if in fact the breadth of this definition survives, with which we do not agree and find to be inappropriate – see discussion under the heading “Obligation to Report”), a party may be a registrant under the applicable securities legislation at the time the transaction was entered into but before the termination of that transaction, may no longer be a registrant.

<sup>38</sup> See Reporting Requirements, *supra.*, note 33 at 2154.

<sup>39</sup> It should be noted that in the case of a foreign derivatives dealer reporting under Dodd-Frank, it may not know that such reporting will also be used to satisfy a local counterparty’s obligation to report under the TR Rule, and thus may not be able to inform the trade repository that it will need to retain such information for an additional two years.

reporting or record-keeping capabilities and requiring them to do so in order to comply with this obligation would be quite burdensome. CMIC recommends that the CSA consider a reduction in the period of record retention to 5 years (at least where the reporting counterparty maintains the information for the period required by the rules of its primary jurisdiction). At a minimum, the rule should be clarified so that a local counterparty will satisfy this requirement as long as it retains its own original records in respect of such transaction, and, if such local counterparty was not responsible for reporting derivatives data to the trade repository, it would not be required to create such derivatives data in order to satisfy this rule.

### ***Data Available to Counterparties***

As mentioned in the CMIC TR Letter, there needs to be a legal requirement to disclose to a trade repository (and to a central clearing counterparty) derivatives data relating to what are usually confidential transactions (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 derivatives transaction (again, whether such confidentiality arises by operation of law or by the terms of the contract between the counterparties) has an exception for disclosure required by applicable law. Subsection 38(3) of the TR Rule is an attempt to override any such confidentiality restriction. Under subsection 38(3), each counterparty to a transaction is deemed to have consented to the release of derivatives data for the purposes of subsection (1) (emphasis added). Further, subsection 38(4) provides that subsection 38(3) applies regardless of any agreement to the contrary between the counterparties to a transaction. Subsection 38(1) provides that a designated trade repository must provide counterparties to a transaction with access to all derivatives data relevant to that transaction which is submitted to the designated trade repository. Therefore, the consent provided under subsection 38(3) is only limited to the release by the trade repository to counterparties to the transaction of the data relevant to that transaction only. This does not cover the initial disclosure by a counterparty to the transaction under its obligation to report derivatives data to a trade repository under section 25 of the TR Rule, nor does it cover the disclosure by the trade repository to regulators under section 37 and disclosure to the public under section 39 (even though subsection 39(4) provides that the identity of the counterparties must not be disclosed, it is arguable that such information could be used to determine the identity of a counterparty – see additional comments below under the heading, “Data Available to Public”). Accordingly, CMIC recommends that subsection 38(3) of the TR Rule be amended to expand its application to all instances under the TR Rule which contemplates disclosure of information to third parties.

In addition, if the agreement governing the transaction is not governed by the local law of the relevant province, or if one of the counterparties is not a local counterparty, the deeming provision under subsection 38(3) may not be sufficient to compel disclosure in contravention of a confidentiality provision in the underlying agreement. For example, privacy laws of some non-Canadian jurisdictions may, in certain circumstances, restrict or prohibit the disclosure of certain “identity information”<sup>40</sup> of a non-reporting party. CMIC recommends that the CSA allow a reporting party or a trade repository to withhold the disclosure of such “identity information” in such limited circumstances.

### ***Data Available to Public***

---

<sup>40</sup> This would be information that would otherwise be required to be reported under the TR Rule and that identifies or would intrinsically reveal the identity of the counterparty or its affiliated group. See the CFTC No Action Letter No. 12-46 dated December 7, 2012 to Robert Pickel, Chief Executive Officer, International Swap and Derivatives Association, Inc., footnote 2. Available at: <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irllettergeneral/documents/letter/12-46.pdf>.

CMIC supports the goal of post-trade transparency. However, in CMIC's view, public disclosure of aggregate data on open positions, transaction volumes, number of transactions and average prices may result in inadvertent disclosure of confidential information. CMIC would be supportive of such disclosure only if rules relating to delayed reporting of large trades meeting a block trade threshold are established in order to preserve the anonymity of market participants and ensure there is no detrimental impact on market liquidity or function. Further, given the volume of the Canadian market and the small number of market participants, CMIC submits that it will be easy to identify the counterparties to certain transactions if aggregate data by (i) geographic location and (ii) type of counterparty is required to be reported, and therefore should be removed from subsection 39(2) of the TR Rule. Disclosure of this type of information is not a requirement under Dodd-Frank.

As noted in the CMIC TR Letter, the SEC proposed a rule that requires full disclosure of transaction level data including notional trade size for block trades, albeit on a delayed basis. In response to the SEC's proposal, however, ISDA stated such disclosure, even if delayed, would "likely impair liquidity for large transactions in the CDS market".<sup>41</sup> In a separate study, the SEC noted many OTC derivative instruments trade sparsely, and the trade sizes tend to be larger for liquid instruments compared to less frequently traded instruments.<sup>42</sup> Such characteristics of the OTC derivatives market are magnified in the Canadian market, which has a considerably smaller number of market participants and smaller transaction volume than the US. Public disclosure of transaction details – even if done on an anonymous basis – could be used to reverse engineer Canadian firms' positions and trading strategies. This information can be used for arbitrage and potential market manipulation, with detrimental impact on market liquidity and function. Compared to the US, the Canadian OTC derivatives market has far fewer participants and liquidity providers. Block trade threshold level setting in the Canadian market must take into account the transaction and liquidity characteristics that are specific to the Canadian market, in addition to asset class and complexity.

The TR Rule does not provide for reporting of block trades on a delayed basis. CMIC believes that there should be two different types of reporting time frames, i.e. standards for reporting of trades to a trade repository within a specified time frame of trade execution and specified delays before public dissemination of block trade information.

As mentioned above, CMIC is very concerned about publication of block trade data because of (i) the risk of inadvertent disclosure of confidential information; (ii) the ability to reverse-engineer trading strategies; (iii) the risk that the small number of relatively large market participants in Canada could lead to the ability to derive individual participant positions; and (iv) the risk that disclosure of transaction level reports to the public before a party is able to hedge its position could have an impact on market function. The current time frame under subsection 39(3) of the TR Rule of one to two days after receiving principal economic terms of each counterparty is not enough time in certain circumstances for a party to hedge its position in the market. Accordingly, CMIC strongly believes that the effective date of subsection 39(3) be delayed for a period of 2 years following the date on which the reporting obligations under Part 3 of the TR Rule comes into force. During this time, CMIC recommends that the CSA conduct a study of the issue using the data reported to trade repositories

---

<sup>41</sup> See ISDA. "Block trade reporting for over-the-counter derivatives markets." January 18, 2011. Available at: <http://www.isda.org/speeches/pdf/Block-Trade-Reporting.pdf>. Securities and Exchange Commission. File No. S7-34-10; Release No. 34-63346. "Security Based Swap Block Trade Definition Analysis." January 13, 2011. Available at: [www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf) (at page 2).

<sup>42</sup> Securities and Exchange Commission. File No. S7-34-10; Release No. 34-63346. "Security Based Swap Block Trade Definition Analysis." January 13, 2011. Available at: [www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf) (at pages 2-3).



in respect of Canadian market participants<sup>43</sup> and engage in a consultation process with Canadian market participants.

## **Exemptions**

In paragraph 8 of the Consultation Paper, the Committee has specifically requested comments on subsection 40(2) of the TR Rule. We submit that the \$500,000 exemption with respect to aggregate notional value is too small. Small businesses may be inadvertently caught by these rules and would be adversely affected. Under subsection 27(2), a local counterparty that completes a trade with a dealer that is not a local counterparty will ultimately have responsibility for reporting if the non-local counterparty does not complete the reporting. This could result in an onerous burden on any buy-side participant, but in particular, on smaller market participants. CMIC submits that any final determination of this threshold amount should be determined after the reporting regime has been implemented and the data studied for a period of 3 years. In the absence of an understanding as to why the exemption is cast as applying only to physical commodity transactions, CMIC submits that the threshold, once determined, should apply to all types of OTC derivatives.

## ***Implementation Timelines***

As mentioned above, to the extent the TR Rule and the Scope Rule differ from the requirements under Dodd-Frank, market participants will need to amend their operational systems and procedures in order to comply with the Model Rules.<sup>44</sup> In particular, due to the breadth of the local counterparty definition currently in the TR Rule, this will mean capturing entities that are not currently required to report transactions under Dodd-Frank or any other jurisdiction's reporting regime. The implementation time in respect of such entities would be significantly longer than the time required by entities already reporting under Dodd-Frank since such entities would need to create systems to comply with the Model Rules. For some such entities, including large buy-side participants, this will involve developing and creating whole new systems if they otherwise have no reporting obligations. For others who have different reporting systems, this will mean adding a patch to an existing reporting system in order to add or remove data fields to comply with Canadian reporting requirements. Even where a "patch" is all that is required in order to comply with the Model Rules, this is not a simple task as many counterparties have multiple trade capture systems depending on the specific product type, asset class or jurisdiction involved. Once a patch has been created, it needs to be tested, which involves running parallel systems. As well, many such systems are provided by third party vendors with the result that the timing of completion of any changes is not within the control of the local counterparty.

## ***Minimum Data Fields to be Reported***

CMIC has identified that Appendix A to the TR Rule includes significant and numerous fields that differ from Dodd-Frank reporting requirements. For example, the custodian, reset dates, settlement agent and branch/desk identifier fields are not included under Dodd-Frank. Such differences would require significant operational efforts to process CSA-compliant reporting through a swap data repository that would not be necessary if the data fields required under the TR Rule were either

---

<sup>43</sup> It is important to use data relating to only Canadian market participants for purposes of studying the block trade issue, and not data relating to "local counterparties" since the final definition of "local counterparties" may include non-Canadian market participants which would not represent an accurate picture of the Canadian market.

<sup>44</sup> In addition to the differences noted elsewhere in this letter, for certain historical reasons in the U.S., certain products are excluded entirely from Dodd-Frank, such as options on securities, but will be included as a derivative under the Scope Rule. As a result, even though some market participants are already reporting under Dodd-Frank, their systems will need to be amended to cover these additional products.

harmonized, or provided for substituted compliance, with designated international regimes. Further, to the extent the data field requirements under the TR Rule differ from that required under Dodd-Frank, aggregation of such data by regulators will become difficult to reconcile thus reducing the effectiveness of such data.

One of the ways in which Appendix A differs from Dodd-Frank is the requirement to include Reset Dates (being the time and date when the transaction will be reset) as part of “event data”. Event data is included in the definition of “creation data”, which is included in the definition of “life-cycle data”. Under section 34 of the TR Rule, the reporting counterparty must report life-cycle data to a designated trade repository upon the occurrence of a life-cycle event, which is defined to mean any event that results in a change to the derivatives data previously reported. Reset Dates can occur frequently under many swap transactions, as often as monthly. It is not clear under the current draft as to whether including Reset Dates as part of “event data” would have the effect of a monthly reporting requirement under section 34 of the TR Rule resulting in an extremely large volume of data. It is CMIC’s understanding that no other jurisdiction has this reporting requirement and submits that this information would not be useful to regulators.

## **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 of the themes set out in the Overview section of this letter will meaningfully contribute to the success of the development of the rules relating to designation of trade repositories and trade reporting.

As we have noted in our prior submissions, each subject relating to OTC derivatives regulation is interrelated with all other aspects. As such, CMIC reserves the right to make supplementary submissions relating to the Model Rules following publication of further consultation papers and model and draft rules.

CMIC hopes that its comments are useful in the development of rules relating to designation of trade repositories and trade reporting and that the CSA takes into account the practical implications for all market participants who will be subject to such rules. 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  
JPMorgan Chase Bank, N.A., Toronto Branch  
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](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

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

**Le 4 février 2013**

**Objet : Document de consultation 91-301 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») : Modèle de règlement provincial sur la détermination des produits dérivés et modèle de règlement provincial sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés (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'a publié le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés de gré à gré (le « Comité ») le 6 décembre 2012 relativement aux répertoires des opérations et à la déclaration de données sur les produits dérivés.

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 succursale de Toronto de JP Morgan Chase Bank, N.A., 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. La

surveillance du risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré représente une composante essentielle de la croissance et de la stabilité financières 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 les modèles de règlements sur la déclaration de données sur les produits dérivés. Le CMIC estime que cette approche posera les fondations pour l'élaboration d'une structure réglementaire canadienne<sup>1</sup> qui honorera les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20 en se penchant sur les inquiétudes relatives au risque systémique sur les marchés des dérivés de gré à gré.

## APERÇU

L'un des principaux objectifs de la réforme de la réglementation des dérivés de gré à gré et des engagements du Canada dans le cadre du G20 est d'accroître la transparence sur le marché des dérivés de gré à gré. Le CMIC appuie donc la déclaration de données sur les dérivés de gré à gré à un répertoire des opérations afin de fournir aux organismes de réglementation une meilleure information relativement à la constitution de position et aux interconnexions. 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 et une fragmentation des risques, et par conséquent à la présentation de données moins utiles aux organismes de réglementation.

Bien que nous présentions des observations sur de nombreux aspects du document de consultation, sans altérer les autres points examinés dans la présente lettre, il y a trois questions clés que le CMIC souhaite faire ressortir :

- La définition de « contrepartie locale » dans le *modèle de règlement provincial sur les répertoires des opérations et la déclaration de données sur les produits dérivés* (le « règlement sur les répertoires des opérations ») est trop large et a des incidences extraterritoriales qui donneront probablement lieu à un régime de double déclaration pour certaines entités non canadiennes auxquelles s'appliquent des lois potentiellement incompatibles.
- Les champs de données exigés en vertu de l'annexe A du règlement sur les répertoires des opérations sont incompatibles avec les règles de la *Commodity Futures Trading Commission* des États-Unis (« CFTC ») aux termes du Titre VII de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (« Dodd-Frank »). Cela exercera une pression considérable sur l'infrastructure de déclaration existante en imposant aux participants au marché le fardeau opérationnel de déclarer des données qui dépassent la portée de ce que les autres organismes de réglementation exigent et qui ajoutent une valeur minimale du point de vue réglementaire. De plus, les exigences incompatibles entraîneront la déclaration aux organismes canadiens de réglementation de données qu'il sera difficile d'agrèger et de comparer avec les données déclarées en vertu de Dodd-Frank, ce qui donnera lieu à la présentation de données moins utiles aux organismes de réglementation.
- Le règlement sur les répertoires des opérations n'envisage pas une mise en œuvre progressive par produit, ce qui est incompatible avec Dodd-Frank et ajoute donc une pression sur l'infrastructure de déclaration actuelle. Le régime réglementaire de déclaration le plus élaboré se trouve actuellement aux États-Unis mais vise seulement les dérivés de gré à gré sur lesquels la CFTC a compétence exclusive. Le CMIC recommande que dans la

---

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

mesure où les règles de déclaration en vertu de Dodd-Frank n'ont pas encore été arrêtées, le règlement sur les répertoires des opérations devrait prévoir une mise en œuvre progressive afin que la déclaration des opérations à l'égard d'un produit précis ne soit faite qu'après que les règles définitives relatives à ce produit auront été mises en œuvre en vertu de Dodd-Frank. Étant donné que le marché canadien des dérivés de gré à gré est passablement petit comparativement au marché mondial des dérivés de gré à gré, le CMIC estime que les organismes canadiens de réglementation ne devraient pas établir de précédent dans ce domaine.

Chacune de ces trois grandes questions est examinée plus en détail ci-après.

### **Harmonisation au sein du Canada et processus réglementaire**

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 », la « lettre du CMIC sur les utilisateurs finaux » et la « lettre du CMIC sur la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale », respectivement, et collectivement, les « lettres du CMIC »)<sup>2</sup> aux documents de consultation publiés par les ACVM relativement aux référentiels centraux des dérivés de gré à gré (le « document sur les référentiels centraux »)<sup>3</sup>, 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 »)<sup>4</sup>, à la séparation et à la transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré (le « document sur la séparation et la transférabilité »)<sup>5</sup>, 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 »)<sup>6</sup> et à la compensation par contrepartie centrale (le « document sur la compensation par contrepartie centrale »)<sup>7</sup>, nous avons souligné qu'un cadre réglementaire canadien pour les dérivés de gré à gré doit être harmonisé et rationalisé dans la plus grande mesure possible dans l'ensemble des provinces et territoires et avec l'autorité fédérale sur le risque systémique. Le CMIC est heureux de constater que le *Modèle de règlement provincial sur la détermination des produits dérivés* (le « règlement sur le champ d'application » et avec le règlement sur les répertoires des opérations, les « modèles de règlements ») relatifs à la déclaration de données au répertoire des opérations ont été publiés par les ACVM, ce qui représente une entente entre les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, de la

<sup>2</sup> 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](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](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](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](http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/Commentaires_91-405/cmhc_fr.pdf).

Réponse du CMIC datée du 21 septembre 2012 au document de consultation sur la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale. Disponible à l'adresse suivante :

<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/anterieures/derives/91-406/91-406-cmic-fr.pdf>.

<sup>3</sup> 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>.

<sup>4</sup> 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>.

<sup>5</sup> 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/2012fev10-91-404-cons-fr.pdf>.

<sup>6</sup> 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/2012avril1391-405-cons-fr.pdf>.

<sup>7</sup> Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale datée du 20 juin 2012. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012juin20-91-406-consultation-fr.pdf>.

Colombie-Britannique, du Manitoba, du Nouveau-Brunswick, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario et du Québec (collectivement, les « provinces des ACVM »). Bien que nous sachions que les modifications réglementaires exactes peuvent varier légèrement d'une province à l'autre en raison des variations de la réglementation des valeurs mobilières aux paliers provincial et territorial, nous accueillons chaleureusement l'objectif du comité voulant que la teneur des règles soit la même dans tous les territoires canadiens et que les participants au marché et les produits dérivés reçoivent le même traitement partout au Canada. Des obligations réglementaires faisant double emploi, contradictoires ou uniques au sein du Canada mineraient la capacité d'un répertoire des opérations de recueillir des données permettant de faire une surveillance réglementaire appropriée.

Nous croyons toutefois, après avoir examiné diverses lettres d'observation, que les ACVM n'ont pas l'intention de publier des modèles de règlements révisés. Chacune des provinces et chacun des territoires modifieront plutôt leur législation existante pour intégrer les modèles de règlements, compte tenu des observations reçues. Nous soumettons que cette approche mine la transparence du processus réglementaire. Le CMIC estime que des modèles de règlements révisés devraient être publiés afin de recueillir des observations pour que les participants au marché puissent confirmer quelles sont les approbations que les ACVM ont reçues qui ont été acceptées et adoptées par les provinces des ACVM avant la modification de la législation pertinente dans chaque province et chaque territoire. Nous croyons que l'approche que nous suggérons de version définitive des modèles de règlements rehaussera la cohérence d'un bout à l'autre du Canada.

### ***Harmonisation avec les développements d'ordre réglementaire à l'échelle mondiale***

La capacité de surveiller l'information à l'échelle mondiale sera sans aucun doute tributaire de l'échange d'information avec les organismes de réglementation et répertoires des opérations situés à l'extérieur du Canada. L'adoption canadienne, de façon harmonisée, de normes et de protocoles élaborés par des organismes internationaux<sup>8</sup> écartera le risque d'incompatibilité du cadre canadien. À l'heure actuelle, de nombreux membres du CMIC déclarent des données sur les opérations sur dérivés de gré à gré avec des personnes américaines en vertu de Dodd-Frank. Grâce à des ressources considérables des participants au marché, les systèmes opérationnels et des processus de négociation ont déjà été élaborés pour se conformer aux exigences de Dodd-Frank. Le CMIC est d'avis qu'à moins de caractéristiques uniques du marché canadien, l'adoption des exigences de déclaration prévues par Dodd-Frank donnera un effet de levier aux systèmes déjà élaborés et réduira le risque de lacunes dans la réglementation du risque systémique. Une telle approche permettra de plus de veiller à ce que des organismes de réglementation canadiens reçoivent des données sur les dérivés en un format qui est compatible avec celui des participants au marché mondial.

Quant à savoir si des caractéristiques du marché canadien ou d'un produit dérivé de gré à gré canadien en particulier nécessiteraient qu'on s'écarte de Dodd-Frank et des autres normes et protocoles internationaux émergents, le CMIC n'a relevé qu'un seul domaine : la communication faite au public de l'information, y compris l'information sur les opérations en bloc. Plus de plus amples renseignements, voir notre exposé ci-dessous à la rubrique « Données accessibles au public ».

Finalement, les ACVM doivent surveiller de façon continue l'évolution des normes dans les autres territoires importants, y compris l'Europe, pour veiller à ce que les normes canadiennes soient harmonisées avec les normes internationales à mesure qu'elles évoluent au cours des mois à venir.

### ***Approche détaillée c. approche fondée sur des principes***

Comme il est indiqué plus haut, pour surveiller le risque systémique tant au Canada qu'à l'échelle mondiale, il est primordial que l'information relative aux opérations sur dérivés de gré à gré soit déclarée de façon constante. La déclaration de cette information est un exercice des plus techniques qui met en œuvre des

---

<sup>8</sup> Y compris CSPR–OICV, ISDR, ODRF, ODSG. Le CMIC considère les normes CSPR–OICV comme les normes internationales pour le cadre des répertoires des opérations, l'ODRF (OTC Derivatives Regulators' Forum) comme la norme internationale pour les obligations réglementaires, les normes de l'ODSG (OTC Derivatives Supervisors Group) comme la norme internationale de mise en œuvre et l'IIGC (ISDA Industry Governance Committee) comme la norme internationale pour la structure de gouvernance.

processus et procédures électroniques et opérationnels à établir. Par conséquent, les participants au marché ont besoin que les règles relatives à la déclaration de données sur les opérations soient claires et précises. Le CMIC est d'avis que si une approche fondée sur les principes est adoptée, les organismes de réglementation devraient fournir des détails clairs et précis afin que les participants au marché disposent d'indications interprétatives utiles. Nous examinons ce point plus en profondeur dans toute la présente lettre de réponse, par exemple, à la rubrique « Exclusion des opérations sur marchandises » et « Gouvernance ».

## **MODÈLE DE RÈGLEMENT PROVINCIAL SUR LA DÉTERMINATION DES PRODUITS DÉRIVÉS**

Le Comité mentionne dans les indications interprétatives que bien que le règlement sur le champ d'application ne s'appliquera qu'au règlement sur les répertoires des opérations, il s'attend à ce que certains de ses éléments puissent s'appliquer à d'autres règlements sur les produits dérivés, notamment en matière de compensation des produits dérivés de gré à gré par contrepartie centrale, de dispense pour les utilisateurs finaux, de plateforme de négociation, de fonds propres et de garantie ainsi que d'inscription. Le CMIC estime que cette déclaration devrait être retirée du paragraphe 1(3) des indications interprétatives connexes. La détermination du champ d'application de chacun de ces règlements additionnels sur les produits dérivés devrait être envisagée indépendamment du règlement sur le champ d'application. L'objet de la déclaration de données sur les opérations est d'accroître la transparence relativement aux opérations sur dérivés de gré à gré et de fournir aux organismes de réglementation un accès à l'information. Les autres règlements auront des objets différents et par conséquent, il serait inopportun d'utiliser le règlement sur le champ d'application comme point de départ pour ces autres objets.

De plus, le CMIC est d'avis qu'il n'est pas clairement indiqué dans le règlement sur le champ d'application ni dans les indications interprétatives connexes si les produits dérivés négociés en Bourse sont inclus dans le règlement sur le champ d'application puisque la définition de « produit dérivé » en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario ne se limite pas aux seuls dérivés de gré à gré.<sup>9</sup> Du point de vue du CMIC, le règlement sur le champ d'application devrait s'appliquer uniquement aux dérivés de gré à gré puisque les engagements du Canada au titre du G20 ont uniquement trait à la réglementation des dérivés de gré à gré. Cela devrait être clairement indiqué dans le règlement sur le champ d'application ou dans les indications interprétatives connexes.

### ***Dérivés exclus – Cohérence avec Dodd-Frank***

Comme il est indiqué plus haut, les systèmes et procédures des participants au marché ont déjà été mis en œuvre à un coût considérable aussi bien en ce qui a trait aux systèmes qu'aux ressources humaines pour se conformer à Dodd-Frank. Dans la mesure où les opérations relevant du règlement sur le champ d'application diffèrent des opérations qui doivent être déclarées en vertu de Dodd-Frank, les participants au marché subiront un fardeau supplémentaire. Les systèmes et procédures devraient de nouveau être modifiés pour tenir compte des différences. Nous notons que les critères en vertu des aliéas 2(c) et 2(d) du règlement sur le champ d'application pour les opérations devant être réglées par livraison physique semblent plus restrictifs qu'en vertu de Dodd-Frank. Dodd-Frank exige essentiellement que les parties entendent régler l'opération par livraison physique en vertu du sous-alinéa iii); toutefois, les sous-alinéas i) et ii) semblent indûment restrictifs ainsi que redondants, ce qui crée de la confusion quant à leur application.

### ***Exclusion des opérations sur marchandises***

Comme il a déjà été mentionné plus haut, les participants au marché ont besoin de règles claires et précises relativement à la déclaration de données. Dans leur rédaction actuelle, les modèles de règlements utilisent des expressions qui ne sont pas définies, ce qui crée de l'incertitude. Par exemple, il n'est pas indiqué clairement ce qu'est une « marchandise », et les indications interprétatives sont de nature descriptive et non de référence, indiquant que cela s'entend « notamment » de certains types de produits de base. Le CMIC suggère que l'approche de Dodd-Frank soit plutôt adoptée, en renvoyant à des marchandises « financières »

<sup>9</sup> Pour démontrer davantage le manque de clarté, la version française des indications explicatives pour le règlement sur le champ d'application prévoit que les « contrats à terme sur change » (ce qui se traduit en anglais par « FX futures ») devraient être déclarés à un répertoire des opérations.

comparativement à des marchandises « non financières » de façon à éviter les lacunes et incertitudes. En vertu de Dodd-Frank, une marchandise incorporelle (qui n'est pas une « marchandise exclue ») qui peut faire l'objet d'une livraison physique est admissible à titre de marchandise « non financière » si la propriété de la marchandise peut être transportée d'une façon ou d'une autre et si la marchandise peut être consommée.<sup>10</sup> Par exemple, les crédits de pollution sont incorporels mais peuvent faire l'objet d'un règlement par livraison physique, et par conséquent d'après notre interprétation du libellé actuel du règlement sur le champ d'application, ils ne seraient pas couverts par l'exclusion.

### **Opérations de change au comptant à « long terme »**

Le règlement sur le champ d'application exclut les opérations de change au comptant réglées dans un délai de deux jours ouvrables. Le CMIC est d'accord avec cette approche puisque les risques relatifs à ces opérations à court terme sont relativement faibles et visent principalement le risque de règlement. Toutefois, certaines opérations de change sont conclues pour couvrir le risque de change relié à l'achat d'un titre de participation. Pour coïncider avec la date de règlement de l'achat du titre, le règlement de l'opération de change survient dans un délai qui est légèrement plus long que deux jours ouvrables. Les opérations de ce type sont considérées par le marché comme des « opérations de change au comptant ». Notons que la CFTC a inclus dans sa définition d'une opération de change au comptant toute opération qui est réglée par livraison plus de deux jours après la date de l'opération si ce règlement coïncide avec le règlement d'une opération sur titres libellée dans la monnaie sous-jacente.<sup>11</sup> Le CMIC recommande donc qu'un renvoi semblable soit fait à de telles opérations de change au comptant « à long terme » à l'alinéa 2(c) du règlement sur le champ d'application.

### **Intention de régler par livraison physique; accords de compensation d'obligations**

Des opérations de change au comptant sont conclues principalement comme source de fonds pour couvrir le risque lié aux fluctuations des devises et pour gérer, sur une base quotidienne, les besoins globaux des flux de trésorerie.<sup>12</sup> Avant la date de règlement d'une ou de plusieurs opérations de change (par exemple, une opération de change au comptant, une opération de change à terme et/ou une branche individuelle d'une opération de swap de change, les « opérations de change initiales »), chaque contrepartie à de telles opérations analysera et réévaluera ses besoins en monnaie et, s'ils ont changé, pourra conclure une ou plusieurs opérations de swap de change (les « nouvelles opérations de swap de change ») pour compenser, en totalité ou en partie, les positions nettes sur devises visant une ou plusieurs devises.

À cette date de règlement et à l'égard des opérations de change initiales et de la branche proche des nouvelles opérations de swap de change, conformément à des ententes de compensation des obligations de paiement, les parties calculeront les obligations nettes de paiement et de réception en chaque monnaie et échangeront ces montants. Aux termes des opérations de ce type, les modalités des opérations de change initiales ne sont pas modifiées, y compris le besoin de régler une telle opération par livraison physique et en fait, chacune des opérations individuelles, y compris les nouvelles opérations de swap de change, est réellement réglée.<sup>13</sup> Le CMIC s'inquiète que de tels accords de compensation d'obligations de paiement puissent être considérés comme la conversion d'une opération réglée par livraison physique en une opération réglée en espèces<sup>14</sup> en vertu du règlement sur le champ d'application ou qu'une telle opération puisse être

<sup>10</sup> CFTC et SEC, Final Rules, *Further Definition of "Swap", "Security-Based Swap", and "Security-Based Swap Agreement"; Mixed Swaps; Security-Based Swap Agreement Recordkeeping*, 77 F.R. 48,208 (13 août 2012) (le « communiqué sur les définitions ») à 48,233. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2012-08-13/pdf/2012-18003.pdf>.

<sup>11</sup> Voir Communiqué sur les définitions, *ibid*, à 48,257.

<sup>12</sup> Voir Department of the Treasury, Notice of Final Determination, *Determination of Foreign Exchange Swaps and Foreign Exchange Forwards Under the Commodity Exchange Act*, 77 F.R. 69,694, (20 novembre 2012) (la « détermination du Trésor ») à 69,697. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2012-11-20/pdf/2012-28319.pdf>.

<sup>13</sup> Par exemple, si des opérations sont réglées grâce à CLS Bank International (« CLS »), chaque opération de change initiale et chaque nouvelle opération de swap de change est individuellement réglée, tandis que les paiements à CLS et par CLS sont calculés en se servant du mécanisme de compensation des obligations de paiement sur une base multilatérale.

<sup>14</sup> Le paragraphe 2(c) du règlement sur le champ d'application prévoit que les opérations de change au comptant sont exclues uniquement lorsque les parties entendent régler l'opération par livraison physique au moyen d'un échange de monnaie par chacune des parties à la date de règlement applicable. Si les parties à ces opérations conviennent de faire le règlement en espèces en une



considérée comme permettant au contrat d'être « reconduit » (rendant ainsi cette opération inadmissible aux termes du sous-alinéa 2(c)(i) du règlement sur le champ d'application). Le CMIC recommande donc qu'un libellé soit ajouté au règlement sur les répertoires des opérations pour confirmer que ces accords de compensation d'obligations de paiement sont permis à l'égard des opérations réglées par livraison physique. Le CMIC estime que l'application de mécanismes appropriés de compensation des obligations de paiement au cours du processus de règlement ne devrait pas rendre une opération de change au comptant inadmissible aux fins de l'exclusion prévue au paragraphe 2(c) du règlement sur le champ d'application puisque cela ne modifie pas les éléments essentiels de l'opération, à savoir l'échange de deux devises différentes à un taux fixe préétabli.

Dans un même ordre d'idées, les parties à des contrats conclus pour l'achat d'une marchandise à des fins de livraison immédiate ou différée (« opérations à terme sur marchandises ») concluront souvent une opération de « sortie » aux termes de laquelle elles conviennent de régler leurs obligations de livraison (mais non leurs autres obligations) en échangeant des paiements nets fondés sur des écarts de prix.<sup>15</sup> Cela permet aux parties de régler financièrement leurs obligations de livraison plutôt que de faire ou prendre réellement livraison de la marchandise afin d'éliminer les coûts souvent importants de l'opération liés au règlement par livraison physique.<sup>16</sup> Étant donné que les parties à une opération à terme sur marchandises ne sont pas tenues de convenir d'une opération de « sortie », cette opération à terme sur marchandises conserve tous les risques et obligations reliés au fait de faire ou de prendre livraison d'une marchandise jusqu'à ce qu'une « sortie » soit convenue ou qu'un règlement par livraison physique survienne.<sup>17</sup> Dodd-Frank prévoit expressément que les parties peuvent conclure des « sorties » à l'égard des opérations à terme sur marchandises sans changer la nature d'une telle opération d'une opération à terme exigeant une livraison physique à une opération réglée en espèces.<sup>18</sup> Le CMIC demande qu'il soit énoncé clairement dans le règlement sur le champ d'application et dans les indications interprétatives connexes que si les parties à une opération à terme sur marchandises réglée par livraison physique concluent des opérations de « sortie » à son égard, à la condition que les parties ne soient pas tenues de conclure des opérations de « sortie », une telle opération à terme sur marchandises continuera d'être considérée comme une opération réglée par livraison physique.

### **Contrats en matière de jeu et d'assurance**

Aux termes des paragraphes 2(a) et 2(b) du règlement sur le champ d'application, un contrat ou un instrument est exclu de la définition d'un produit dérivé s'il s'agit d'un contrat en matière de jeu régi par la législation canadienne ou provinciale de contrôle en matière de jeu, ou d'un contrat d'assurance ou de rente établi par un assureur titulaire d'un permis délivré en vertu de la législation fédérale ou provinciale en matière d'assurance. Le CMIC estime que cette exclusion devrait s'appliquer à tous les contrats et instruments en matière de jeu peu importe qu'ils soient ou non régis par la législation au Canada, et à tous les contrats d'assurance ou de rente, qu'ils soient ou non établis par un assureur titulaire d'un permis délivré en vertu de la législation fédérale ou provinciale. Le comité a indiqué que même si les produits de ce type peuvent répondre à la définition technique d'un « produit dérivé », ils ne sont généralement pas reconnus comme des produits dérivés financiers et ne posent habituellement pas les mêmes risques potentiels pour le système

---

seule monnaie, par exemple, en fonction des taux des marchés de change (un tel règlement étant appelé un « règlement en espèces » et une telle opération, une « opération réglée en espèces »), le profil de risque en serait changé considérablement. Les obligations de paiement à la date de règlement de chacune des parties à une opération de change au comptant réglée par livraison physique sont connues à la date de l'opération. Aux termes d'une opération réglée en espèces, toutefois, le paiement unique en espèces est tributaire du taux de change de la monnaie de référence à la date de règlement. Par conséquent, en vertu d'une opération réglée en espèces, les parties sont soumises à un risque de marché, tandis qu'aux termes d'une opération réglée par livraison physique, à la date de règlement, les parties sont principalement soumises au risque de règlement. Les accords de compensation d'obligations de paiement ne convertissent donc pas le règlement par livraison physique en un règlement en espèces.

<sup>15</sup> Voir la lettre de l'Edison Electric Institute datée du 20 septembre 2010 sur les définitions contenues dans le titre VII de la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 75 Fed. Reg. 51429 (20 août 2010) à la page 4. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/comments/s7-16-10/s71610-53.pdf>.

<sup>16</sup> Ibid.

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Voir le communiqué sur les définitions, supra, note 10 à 48,228 - 48,229.

financier que de véritables produits dérivés. Ce raisonnement s'applique également à tous les contrats et instruments en matière de jeu et à tous les contrats d'assurance ou de rente, qu'ils soient ou non assujettis à la réglementation canadienne.

## **MODÈLE DE RÈGLEMENT PROVINCIAL SUR LES RÉPERTOIRES DES OPÉRATIONS ET LA DÉCLARATION DE DONNÉES SUR LES PRODUITS DÉRIVÉS**

### ***Obligation de déclaration***

Lorsqu'une contrepartie à une opération est une contrepartie « locale », le règlement sur les répertoires des opérations impose une obligation de déclaration à cette contrepartie, établissant ainsi « qui » aura l'obligation de déclarer les opérations aux termes du règlement sur les répertoires des opérations. La définition de « contrepartie locale » est plus large que dans le régime de déclaration de tout autre territoire et a des incidences extraterritoriales. Aux termes des alinéas (c), (d), (e) et (f), une partie non canadienne pourrait avoir des obligations de déclaration en vertu du règlement sur les répertoires des opérations canadien même si l'autre partie à l'opération est aussi une partie non canadienne, et aux termes de l'opération il n'y a pas de lien ou il y a un lien insuffisant avec le Canada. Dans ces circonstances, on voit mal comment ces opérations pourraient avoir une incidence sur le marché canadien et une obligation de déclaration déraisonnable sera donc imposée aux parties non canadiennes. De plus, ces alinéas (particulièrement les alinéas (e) et (f)) peuvent être inopposables au motif qu'ils sont constitutionnellement inapplicables. La Cour suprême du Canada a statué que l'applicabilité d'une loi provinciale par ailleurs valide à un défendeur de l'extérieur de la province concernée est fonction des exigences « d'ordre et d'équité »<sup>19</sup>, et que le rôle des notions « d'ordre et d'équité » vise, entre autres, à prévenir la confusion et l'injustice potentielle d'assujettir une personne en particulier, ou une activité en particulier, simultanément à la réglementation prise en vertu des lois de multiples territoires.<sup>20</sup>

Du point de vue de l'harmonisation mondiale, il convient de souligner que la CFTC a initialement proposé une définition de l'expression « personne américaine » (U.S. Person)<sup>21</sup> (qui détermine ensuite le champ d'application de Dodd-Frank) qui engloberait aussi bien les personnes situées à l'intérieur des États-Unis que celles qui peuvent être domiciliées à l'extérieur des États-Unis. Cette portée extraterritoriale initialement envisagée par la CFTC a soulevé bien des commentaires de nombreux observateurs faisant valoir que sa portée était trop grande.<sup>22</sup> La Commission européenne a déclaré que la définition large envisagée pour une personne américaine posait un risque potentiel important puisqu'elle aurait maximisé le potentiel de chevauchement et de double emploi des obligations réglementaires américaines avec celles d'autres territoires, menant à la duplication des lois et à des conflits de lois potentiellement irréconciliables.<sup>23</sup> D'après la récente lettre de non-intervention de la CFTC et l'ordonnance d'exemption finale,<sup>24</sup> il semble que ces observations aient porté fruit, et la définition actuelle de l'expression « personne américaine » (U.S. Person) est moins large que celle initialement proposée. Le CMIC remarque de plus que la vaste portée extraterritoriale de la définition de contrepartie locale paraîtrait contraire à l'approche coopérative de certains organismes de réglementation mondiaux telle que présentée dans la déclaration conjointe à la presse de

<sup>19</sup> Voir *Unifund Assurance Co. v. I.C.B.C.*, [2003] 2 R.C.S. 63 au paragraphe 56.

<sup>20</sup> *Unifund, supra*, au paragraphe 80.

<sup>21</sup> Voir CFTC, Cross-Border Application of Certain Swaps Provisions of the Commodity Exchange Act, 77 F.R. 41214 (12 juillet 2012). Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-16496a.pdf>.

<sup>22</sup> Voir les lettres d'observation reçues par la CFTC. Disponible à l'adresse suivante : [http://comments.cftc.gov/PublicComments/CommentList.aspx?id=1233&ctl00\\_ctl00\\_cphContentMain\\_MainContent\\_gvCommentListChangePage=2](http://comments.cftc.gov/PublicComments/CommentList.aspx?id=1233&ctl00_ctl00_cphContentMain_MainContent_gvCommentListChangePage=2).

<sup>23</sup> Voir la lettre de la Commission européenne à la CFTC, datée du 24 août 2012, en page 2. Disponible à l'adresse suivante : <http://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=58430&SearchText=>.

<sup>24</sup> Voir la lettre de non-intervention du CFTC (No-Action Letter 12-22) (12 octobre 2012). Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/letter/12-22.pdf> and CFTC Final Exemptive Order Regarding Compliance With Certain Swap Regulations Order, 78 F.R. pages 858 à 862.

l'année dernière qui semble préconiser une approche où chaque organisme de réglementation limite sa portée aux entités de son territoire.<sup>25</sup>

#### Alinéa (c) et alinéa (d)

Aux termes des alinéas (c) et (d) de la définition, si une partie est un émetteur assujéti ou une personne ou compagnie inscrite, dans chaque cas, en vertu de la législation sur les valeurs mobilières d'une province, cette partie sera une « contrepartie locale ». Ces alinéas entraîneront que toutes les opérations d'une partie non canadienne devront être déclarées en vertu du règlement sur les répertoires des opérations, y compris les opérations avec d'autres parties non canadiennes et sans autre lien avec une province spécifique, si ce n'est du fait que l'une des parties non canadienne est un émetteur assujéti ou une personne ou compagnie inscrite. Le CMIC estime que l'inclusion de ces deux critères est arbitraire et sans précédent. Le CMIC recommande que les alinéas (c) et (d) soient supprimés. Une entité devient un émetteur assujéti dans une province en particulier parce qu'elle souhaite y vendre des titres, activité qui n'est pas reliée aux dérivés de gré à gré. Dans le même ordre d'idées, une entité devient une personne ou compagnie inscrite en vertu de la législation sur les valeurs mobilières provinciale à des fins non reliées aux dérivés de gré à gré. Le CMIC estime qu'il est inutile que cette entité devienne une « contrepartie locale » et déclare toutes ses opérations à un répertoire des opérations comme l'exige le règlement sur les répertoires des opérations. Par ailleurs, la pleine portée extraterritoriale du règlement sur les répertoires des opérations proposé est évidente à l'alinéa (f) de la définition qui exige qu'une filiale non canadienne d'un émetteur assujéti / d'une personne ou compagnie inscrite non canadien qui conclut une opération qui n'a aucun lien avec le Canada ou l'une de ses provinces soit également considérée comme une « contrepartie locale » aux fins du règlement sur les répertoires des opérations.

#### Alinéa (e)

Le CMIC estime que l'inclusion de l'alinéa (e) de la définition a des incidences extraterritoriales et peut être inopposable. En vertu de cet alinéa, le règlement sur les répertoires des opérations exige que si une partie à une opération négocie, exécute, règle, souscrit ou compense toute partie d'une opération au Canada, elle déclare ses opérations à un répertoire des opérations désigné au Canada conformément au règlement sur les répertoires des opérations. Cela résulte du règlement proposé même si cette opération est conclue entre deux contreparties non canadiennes sans siège social canadien ni principal établissement au Canada et lorsque cette contrepartie n'est pas un émetteur assujéti ni une personne inscrite en vertu de toute loi sur les valeurs mobilières provinciale. Là encore, l'alinéa (e) est d'un libellé trop large et sans précédent.<sup>26</sup> Le CMIC estime que si le seul lien avec une province des opérations conclues entre deux entités non canadiennes est le fait qu'une partie de l'opération a été négociée, exécutée, souscrite ou compensée dans la province, cela ne suffit pas pour qualifier les parties de « contreparties locales » et ainsi leur imposer le régime provincial de déclaration aux répertoires des opérations sans tenir compte des règles ou obligations qui peuvent être applicables dans leur territoire d'attache. En outre, ce résultat compliquerait énormément les opérations internationales faites par des contreparties qui devraient s'identifier comme des contreparties locales provinciales canadiennes, en multipliant les défis du « connaissez votre contrepartie » de la déclaration et de la divulgation auxquelles elles seraient confrontées avec leur base de contrepartie mondiale.

Si l'inclusion de l'alinéa (e) a pour objet de veiller à ce que toutes les opérations libellées en dollars canadiens, du fait qu'elles sont toutes au moins partiellement compensées au Canada, soient déclarées aux

<sup>25</sup> Voir SEC, *Joint Press Statement of Leaders on Operating Principles and Areas of Exploration in the Regulation of the Cross-border OTC Derivatives Market*, (4 décembre 2012). Disponible à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-251.htm>.

<sup>26</sup> Nous soulignons également que, pour ce qui est des opérations conclues par une contrepartie locale en vertu de l'alinéa (e) de la définition, il n'est pas évident d'après le libellé du paragraphe 25(1) du règlement sur les répertoires des opérations si toutes les opérations des contreparties non canadiennes devraient être déclarées, même si ces opérations ne sont pas négociées, exécutées, réglées ou compensées dans la province pertinente, ou si le règlement sur les répertoires des opérations exige la déclaration des seules opérations qui sont partiellement ou complètement négociées, exécutées, réglées ou compensées dans la province pertinente. La définition de « contrepartie locale » dans le règlement sur les répertoires des opérations renvoie à une opération en particulier tant dans la clause introductive qu'à l'alinéa (e), mais le paragraphe 25(1) exige d'une contrepartie locale qu'elle déclare les données sur les produits dérivés relatives à « chaque opération » (sans aucune restriction quant à cette expression) à laquelle elle est contrepartie.

autorités canadiennes de réglementation des valeurs mobilières aux fins du risque systémique, le CMIC estime que cette approche est incompatible avec l'approche retenue à l'échelle mondiale, et que l'objet du règlement sur les répertoires des opérations est la réglementation de la conduite des participants au marché des dérivés de gré à gré, et non la réglementation ou le contrôle de la monnaie canadienne. Aucun autre grand territoire n'a tenté de définir le champ d'application de ses obligations d'information en fonction de la monnaie uniquement. Le CMIC estime de plus que conformément à l'objet derrière les engagements des pays du G20 relativement à la réglementation des dérivés de gré à gré, chaque pays du G20 devrait exiger la déclaration des opérations visant des personnes situées ou organisées dans ce pays. Les organismes de réglementation dans chaque pays du G20 devraient donc utiliser des mémoires d'entente pour accéder à l'information déclarée à l'égard d'opérations concernant ou touchant le risque systémique du système financier du pays du G20 applicable.<sup>27</sup> En raison de ces incidences extraterritoriales, le CMIC est d'avis que les parties non canadiennes fournissant des liquidités dans des opérations libellées en dollars canadiens pourraient ne plus conclure de telles opérations, ce qui aurait un effet négatif sur la liquidité du marché des opérations en dollars canadiens.

#### Alinéa (f)

En vertu de l'alinéa (f) de la définition de « contrepartie locale », si une opération est conclue par une filiale non canadienne<sup>28</sup> d'une partie canadienne, cette filiale non canadienne sera tenue de déclarer toutes ses opérations en vertu de l'article 25 du règlement sur les répertoires des opérations, même si elle n'a aucun lien avec le Canada (si ce n'est du fait que la société mère est canadienne). Par exemple, la filiale d'une banque canadienne active en Chine qui conclut un swap de taux d'intérêt avec une partie chinoise serait tenue de déclarer toutes ses opérations à un répertoire des opérations désigné aux termes du règlement sur les répertoires des opérations.

Le CMIC estime que si l'alinéa (f) a été inclus à titre de mesure anti-évitement, une approche plus raisonnable serait d'inclure une disposition d'application expresse dans la législation sur les valeurs mobilières ou de se fier aux pouvoirs d'application existants, d'une vaste portée, qui ont déjà été attribués aux commissions des valeurs mobilières lesquels devraient se révéler plus que suffisants pour s'attaquer à tout problème de non-conformité aux obligations de déclaration des opérations.<sup>29</sup> L'approche retenue dans le règlement sur les répertoires des opérations a plutôt des effets extraterritoriaux et pourrait être inapplicable. Le critère de l'applicabilité constitutionnelle exige que le demandeur démontre un lien entre la violation et le

<sup>27</sup> Voir *Joint Press Statement of Leaders on Operating Principles and Areas of Exploration in the Regulation of the Cross-border OTC Derivatives Market*, note 25.

<sup>28</sup> Aux termes du paragraphe 1(4) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario (« LVMO »), une compagnie est réputée la filiale d'une autre si l'une des conditions suivantes est remplie : a) elle sous le contrôle, selon le cas : (i) de cette autre compagnie, (ii) de cette autre compagnie et d'une ou de plusieurs compagnies qui sont toutes sous le contrôle de cette autre compagnie, (iii) de deux compagnies ou plus qui sont toutes sous le contrôle de cette autre compagnie; b) elle est la filiale d'une compagnie qui est elle-même la filiale de cette autre compagnie. Aux termes du paragraphe 1(3) de la LVMO, une compagnie est réputée être sous le contrôle d'une autre personne ou compagnie ou de plusieurs compagnies si les deux conditions suivantes sont réunies : a) des valeurs mobilières avec droit de vote de la première compagnie représentant plus de 50 pour cent des voix nécessaires à l'élection des administrateurs sont détenues, autrement qu'à titre de garantie seulement, par cette autre personne ou compagnie ou ces autres compagnies, ou à leur profit; b) le nombre de voix rattachées à ces valeurs mobilières est suffisant pour élire la majorité des membres du conseil d'administration de cette première compagnie.

<sup>29</sup> À titre d'exemple, l'article 11 de la *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario) (la « loi ontarienne ») autorise la Commission à nommer une ou plusieurs personnes pour procéder, sur une question, à l'enquête qu'elle juge opportune pour l'application régulière du droit ontarien des valeurs mobilières ou la réglementation des marchés financiers en Ontario. Dans le même ordre d'idées, l'article 20 de la loi ontarienne autorise la Commission à désigner une ou plusieurs personnes pour examiner les livres, dossiers et documents que doit tenir un participant au marché aux termes de l'article 19, afin de déterminer s'il y a conformité au droit ontarien des valeurs mobilières. La Commission peut également choisir de faire valoir sa compétence dans l'intérêt public aux termes de l'article 127 de la loi ontarienne. L'article 127 autorise la Commission à rendre une ou plusieurs ordonnances différentes si elle est d'avis qu'il est dans l'intérêt public de le faire. Ces ordonnances comprennent l'obligation pour un participant au marché de remettre à une personne ou à une compagnie tout document décrit dans l'ordonnance si la Commission est convaincue que le droit ontarien des valeurs mobilières n'a pas été respecté. Finalement, la Commission peut demander à la Cour supérieure de justice une déclaration de non-conformité au droit ontarien des valeurs mobilières aux termes de l'article 128 de la loi ontarienne. Si le tribunal fait une telle déclaration, il peut rendre une ou plusieurs ordonnances, y compris une ordonnance exigeant d'une personne ou compagnie qu'elle se conforme au droit ontarien des valeurs mobilières.

préjudice.<sup>30</sup> Le CMIC estime qu'il y a un lien insuffisant entre une contrepartie locale non canadienne au sens de l'alinéa (f) et le préjudice qui serait subi au Canada si les opérations conclues entre deux contreparties locales non canadiennes n'étaient pas déclarées aux termes du règlement sur les répertoires des opérations.

### Conformité substitutive

Le CMIC estime que le règlement sur les répertoires des opérations devrait permettre la conformité substitutive de sorte que la déclaration d'opérations en vertu de régimes non canadiens déterminés et autorisés auprès d'un répertoire des opérations approuvé en vertu d'un tel régime non canadien devrait satisfaire aux obligations de déclaration prévues en vertu du règlement sur les répertoires des opérations.

### **Dépôt initial et désignation d'un répertoire des opérations**

Au moment d'analyser les aspects pratiques de la désignation d'un répertoire des opérations en vertu des règlements canadiens, le CMIC estime que le processus doit être aussi rationalisé et efficace que possible à tout le moins lorsque le répertoire des opérations a été approuvé à titre de répertoire des opérations par divers autres organismes de réglementation. Pour être précis, en ce qui a trait au dépôt d'une demande par un répertoire des opérations non canadien (un « répertoire des opérations étranger »), le processus ne devrait pas être si exigeant qu'il décourage un répertoire des opérations étranger à faire affaire avec des participants au marché canadien. Cela est particulièrement important puisque de nombreux participants au marché canadien ont déjà des déclarations à un répertoire des opérations étranger à l'égard de leurs obligations respectives en vertu de Dodd-Frank. Il serait des plus efficace que cette déclaration obligatoire des opérations dans un autre territoire puisse aussi satisfaire aux obligations de déclaration d'une contrepartie locale en vertu du règlement sur les répertoires des opérations. Le CMIC appuie donc fortement la recommandation du Comité aux termes du paragraphe 6 du document de consultation pour que les dispenses de certaines obligations prévues à l'article 40 du règlement sur les répertoires des opérations soient offertes à un répertoire des opérations étranger s'il est soumis à un régime de réglementation et de surveillance équivalent dans son territoire d'attache.

Afin de rationaliser le processus de désignation d'un répertoire des opérations étranger au Canada, le CMIC suggère qu'un tel répertoire des opérations étranger devrait avoir 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 répertoires des opérations étrangers en évitant les doubles emplois inutiles dans l'ensemble du pays. Afin de réduire davantage les doubles emplois, il conviendrait peut-être aussi d'examiner un régime de passeport avec certains organismes de réglementation internationaux<sup>31</sup>, comme la 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 tel répertoire des opérations étranger en vertu de ses règlements, dans un régime de passeport, l'organisme de réglementation canadien compétent mènerait à l'égard de ce répertoire des opérations étranger un examen beaucoup moins approfondi que celui qui serait prescrit si ce répertoire n'avait pas déjà été examiné par un autre organisme de réglementation approuvé.

Dans le même ordre d'idées, le CMIC suggère qu'un tel régime de passeport s'applique à tout répertoire des opérations qui a été désigné (ou qui a demandé la désignation) à titre de répertoire des opérations autorisé

<sup>30</sup> Voir le critère établi dans *B.C. v. Imperial Tobacco*, 2006 BCCA 398, particulièrement aux paragraphes 61 et 94, *autorisation d'appel refusé* [2006] B.C.C.A. Nos. 443/444/445/446/447/448/449.

<sup>31</sup> 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. Il serait raisonnable de présumer que si les organismes de réglementation canadiens étaient à l'aise avec les exigences de la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis (« SEC ») dans le domaine des placements de titres auprès d'investisseurs canadiens en vertu du régime d'information multinational, ils seraient à l'aise avec les exigences de la SEC dans le domaine de la surveillance réglementaire d'un répertoire des opérations.

en vertu des règlements d'une province si ce répertoire des opérations souhaite également être désigné en vertu des règles d'autres provinces. En de telles circonstances, il faudrait envisager de nommer une province à titre d'autorité principale (comme pour les règles existantes applicables aux émetteurs assujettis) et d'utiliser un régime de passeport pour rationaliser le processus de désignation à l'égard des autres territoires canadiens.

Commentaires de rédaction : Pour ce qui est du libellé du sous-alinéa 2(3)(b) du règlement sur les répertoires des opérations, cette disposition exige actuellement un avis juridique indiquant que le requérant « est en mesure » de mettre ses livres et dossiers à la disposition d'une autorité compétente et de se soumettre aux inspections et examens effectués sur place. Le CMIC suggère qu'un libellé plus précis soit utilisé étant donné que ces exigences portent sur un avis juridique. Plutôt que d'utiliser les mots « est en mesure », nous suggérons l'emploi des mots « a les pouvoirs et l'autorité ».

### **Confirmation des données et de l'information**

L'article 23 du règlement sur les répertoires des opérations prévoit que le répertoire des opérations désigné doit établir des politiques et procédures écrites permettant d'obtenir de chaque contrepartie que les données sur les produits dérivés déclarées sont correctes. Cette exigence soulève de sérieuses questions de logistique dans un cadre de déclaration « en temps réel ». Le CMIC souligne que cette exigence diffère des exigences prévues en vertu de Dodd-Frank<sup>32</sup> qui n'exigent pas directement du répertoire des opérations qu'il communique affirmativement avec les deux contreparties lorsque des données sont reçues d'une PES, d'un marché de contrat désigné, d'une chambre de compensation de dérivés ou d'un tiers fournisseur de services. La communication n'a pas à être directe et affirmative lorsque le répertoire des opérations croit raisonnablement que les données sont correctes, que les données ou l'information jointe font état du fait que les deux contreparties ont convenu des données et que les contreparties se sont vues accorder un délai de correction de 48 heures. Toutefois, le répertoire des opérations doit communiquer affirmativement avec les deux parties à l'opération lorsque les données sur la création sont soumises directement par une contrepartie à un swap. Pour les données sur la continuation de swaps, le répertoire des opérations a confirmé l'exactitude de ces données si le répertoire des opérations a informé les deux contreparties des données qui ont été soumises et leur a accordé un délai de correction de 48 heures, après quoi une contrepartie est présumée avoir reconnu l'exactitude des données. Le CMIC appuie la façon de faire en vertu de Dodd-Frank et recommande que le règlement sur les répertoires des opérations intègre l'approche de Dodd-Frank.

### **Obligation de déclaration; contrepartie déclarante**

Le CMIC appuie le fait que la hiérarchie du type de contrepartie détermine les obligations de déclaration par défaut. Cela est également conforme aux normes et protocoles internationaux existants en vigueur.<sup>33</sup> Le règlement sur les répertoires des opérations n'inclut pas une telle hiérarchie, pas plus qu'il n'aborde les conventions du marché pour la déclaration des opérations. Une telle hiérarchie est cruciale pour les participants du côté achat puisque le règlement sur les répertoires des opérations leur impose un fardeau qui n'est pas présent dans d'autres territoires. Si les deux parties sont des courtiers en produits dérivés, ou si les deux parties ne sont pas des courtiers en produits dérivés, l'alinéa 27(1)(b) prévoit que les deux parties seront des parties déclarantes, à moins qu'elles ne conviennent par écrit qu'une seule des deux l'est. Cette exigence nécessite que chaque courtier conclue une entente écrite avec chacun des autres courtiers énonçant qui sera la contrepartie déclarante aux termes de certaines opérations. Si les deux parties ne sont pas en mesure de s'entendre par écrit avant une opération ou de façon concomitante à une opération, ou si les parties présumement erronément que les conventions du marché s'appliqueront et oublient d'obtenir une telle entente écrite, il y aura de doubles exigences de déclaration. Ce résultat est peu pratique, puisqu'il existe des conventions du marché qui détermineront laquelle des parties sera la partie déclarante dans de

<sup>32</sup> CFTC, Final Rule, *Swap Data Repositories: Registration Standards, Duties and Core Principles*, 76 F.R. 54,538 (1<sup>er</sup> septembre 2011) (le « règlement sur l'inscription des répertoires de données sur swaps ») à 54,579.

Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-20817a.pdf>.

<sup>33</sup> Voir la hiérarchie de contrepartie déclarante prévue en vertu de Dodd-Frank : CFTC, Final Rule, *Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements*, 77 F.R. 2,136 (13 janvier 2012) (les « exigences de déclaration ») à 2,207.

Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-33199a.pdf>.

telles circonstances. Le CMIC estime que le règlement sur les répertoires des opérations devrait énoncer une hiérarchie à l'égard de la détermination de la partie déclarante comparable à la hiérarchie prévue en vertu de Dodd-Frank afin d'éviter les doubles déclarations ou l'incertitude à savoir quelle partie aura l'obligation de déclaration et à tout le moins, les mots « par écrit » devraient être retirés de l'alinéa 27(1)(b) du règlement sur les répertoires des opérations.

Pour ce qui est de la délégation à un tiers des obligations de déclaration, le paragraphe 27(4) du règlement sur les répertoires des opérations permet à la contrepartie déclarante de déléguer ses obligations de déclaration, mais elle conserve la responsabilité de veiller à ce que les données sur les produits dérivés soient déclarées de façon exacte et en temps opportun. Les indications interprétatives connexes indiquent que cette délégation comprend la délégation à une contrepartie centrale dans le cas d'opérations compensées. Du point de vue du CMIC, lorsque des parties à une opération ont exécuté cette opération en se servant d'une PES ou ont convenu de compenser cette opération en utilisant une contrepartie centrale, cette PES ou cette contrepartie centrale devrait être tenue en vertu du règlement sur les répertoires des opérations de déclarer l'opération à un répertoire des opérations (indépendamment du fait que l'une des deux contreparties ou les deux soient des « contreparties locales », dérogeant ainsi au paragraphe 27(2) du règlement sur les répertoires des opérations). Dans de telles circonstances, le CMIC estime que les contreparties ne devraient pas être tenues de surveiller si cette déclaration a été faite par la PES ou la contrepartie centrale. Le CMIC estime que ces contreparties ne devraient pas en fin de compte être responsables de la déclaration advenant que cette PES ou cette contrepartie centrale omettent de faire la déclaration, tant que la PES et la contrepartie centrale ont été approuvées par l'organisme de réglementation des valeurs mobilières compétent. Cette approche est conforme à Dodd-Frank.<sup>34</sup> Exiger des contreparties qu'elles assument une telle obligation de surveillance alourdira considérablement les obligations existantes des contreparties et les systèmes dans de telles circonstances.

Bien que le motif de tenir une contrepartie déclarante responsable en fin de compte à l'égard d'opérations exécutées en se servant d'une PES ou compensées par une contrepartie centrale puisse être que l'organisme de réglementation canadien applicable ait compétence sur cette contrepartie déclarante et soit donc en mesure de veiller à l'exécution de cette règle, le CMIC estime que l'organisme de réglementation canadien applicable pourrait avoir une capacité similaire d'opposer cette règle à la PES ou à la contrepartie centrale puisqu'elles auront probablement été approuvées par cet organisme de réglementation canadien en vertu de la loi sur les valeurs mobilières de la province pertinente et donc assujetties à la compétence de cet organisme de réglementation.

### **Opérations préexistantes**

Les contreparties locales à une opération qui a été conclue avant la date à laquelle elle sont tenues de faire des déclarations aux termes du règlement sur les répertoires des opérations (ces opérations étant appelées des « opérations préexistantes ») sont tenues de déclarer les « données sur les produits dérivés » à l'égard de ces opérations. Aux termes du paragraphe 26(2) du règlement sur les répertoires des opérations, les données sur les produits dérivés à déclarer à l'égard de ces opérations comprennent les mêmes données à communiquer que celles d'une opération conclue après la date d'entrée en vigueur du règlement sur les répertoires des opérations. Cela diffère de ce qui est exigé en vertu de Dodd-Frank<sup>35</sup> qui prévoit que seules les données économiques de base doivent être déclarées à l'égard de ces opérations préexistantes. Par conséquent, les opérations préexistantes qui ont déjà été déclarées en vertu de Dodd-Frank seraient tenues d'être modifiées aux fins de l'information additionnelle exigée en vertu du règlement sur les répertoires des opérations, ce qui pose bien des défis et est lourd du point de vue opérationnel. Le CMIC estime que, bien que certaines parties puissent ne pas avoir en dossier toutes les modalités de chaque opération préexistante, la règle devrait être reformulée pour exiger que les parties déclarent uniquement les principales modalités financières de chaque opération préexistante, ce qui devrait fournir aux organismes de réglementation canadiens suffisamment d'information. De plus, du point de vue du CMIC, il serait peu pratique et coûteux de

<sup>34</sup> Voir les exigences de déclaration, *ibid.*, à 2199.

<sup>35</sup> CFTC, Final Rule, *Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements: Pre-Enactment and Transition Swaps*, 77 F.R. 35,200 (12 juin 2012) (le « règlement sur les swaps avant adoption ») à la page 35,208. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-12531a.pdf>.

revenir en arrière et de déclarer de l'information supplémentaire à l'égard d'opérations qui ont déjà été déclarées en vertu de Dodd-Frank, et par conséquent, une courte liste des principales modalités financières devrait être énoncée dans le règlement sur les répertoires des opérations, liste qui serait applicable aux seules opérations préexistantes.

### ***Déclaration en temps réel***

Le règlement sur les répertoires des opérations ne prévoit pas les circonstances dans lesquelles le répertoire des opérations cesse ses activités ou arrête d'accepter des données à l'égard d'un certain produit. Le CMIC suggère que dans de telles circonstances, le règlement devrait accorder à une contrepartie déclarante un délai raisonnable pour la transition vers un autre répertoire des opérations sans contrevenir aux délais prévus en vertu de l'article 28 du règlement sur les répertoires des opérations à la condition que la contrepartie déclarante fournisse une copie de tout avis qu'elle reçoit du répertoire des opérations informant les parties qu'il cessera ses activités ou arrêtera d'accepter des données à l'égard d'un certain produit.

Le CMIC estime que le règlement sur les répertoires des opérations devrait dispenser les opérations entre membres du même groupe des obligations de déclaration en temps réel aux termes de l'article 28 du règlement sur les répertoires des opérations. La diffusion en temps réel de données sur les prix pour des opérations entre membres du même groupe est inutile et pourrait par ailleurs causer de la distorsion dans la découverte des prix plutôt que de l'améliorer.<sup>36</sup>

### ***Identifiants***

L'article 30 du règlement sur les répertoires des opérations exige qu'un identifiant d'entité juridique soit attribué à une contrepartie conformément aux normes établies par le système international d'identifiant d'entité juridique. Si le système international d'identifiant d'entité juridique n'est pas disponible à l'entrée en vigueur du règlement sur les répertoires des opérations, le CMIC suggérerait que les ACVM confirment que les CFTC Interim Compliant Identifiers puissent être utilisés en remplacement aux termes de l'alinéa 30(3)(a) du règlement sur les répertoires des opérations.

L'article 31 du règlement sur les répertoires des opérations prévoit que des identifiants uniques d'opération doivent être attribués par le répertoire des opérations désigné. Toutefois, le CMIC note que des identifiants uniques d'opération peuvent être créés par les PES et par conséquent, l'alinéa 31(2)(a) devrait inclure un renvoi à de telles plateformes de négociation électronique.

### ***Données de valorisation***

Le règlement sur les répertoires des opérations prévoit au paragraphe 35(2) que les données de valorisation doivent être déclarées de façon continue, que ce soit quotidiennement ou trimestriellement, selon que la contrepartie locale est un courtier ou non. Puisque l'expression « contrepartie locale » est déterminée au moment où l'opération est conclue, cela pourrait avoir comme effet d'exiger d'une partie qu'elle continue de déclarer des données de valorisation à l'égard d'une opération lorsque cette partie n'est plus une contrepartie locale.<sup>37</sup> Le CMIC estime que si une partie n'est plus une « contrepartie locale », le règlement sur les répertoires des opérations devrait clarifier la question de savoir si les données de valorisation doivent continuer d'être déclarées à l'égard des opérations de cette partie (qui ont été initialement déclarées à un répertoire des opérations).

Pour ce qui est des exigences relatives aux délais dans lesquels les données de valorisation doivent être déclarées aux termes des alinéas 35(2)(a) et (b) du règlement sur les répertoires des opérations, le CMIC

<sup>36</sup> Voir CFTC, Final Rule, *Real-Time Public Reporting of Swap Transaction Data*, 77 F.R. 1182 (9 janvier 2012) à 1187. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lfederalregister/documents/file/2011-33173a.pdf>.

<sup>37</sup> Par exemple, d'après la définition actuelle de « contrepartie locale » (si en fait l'ampleur de cette définition persiste, ce que nous jugeons inopportun et avec quoi nous sommes en désaccord – voir l'exposé sous la rubrique « Obligation de déclaration »), une partie peut être une personne ou compagnie inscrite en vertu de la législation sur les valeurs mobilières applicable au moment où l'opération a été conclue, mais avant la fin de cette opération, elle peut ne plus être une personne ou compagnie inscrite.



estime que le règlement sur les répertoires des opérations devrait expressément prévoir que les données de valorisation devraient être déclarées en se servant de la dernière évaluation quotidienne courante disponible. La norme du marché veut que les évaluations des dérivés de gré à gré soient faites de nuit et par conséquent, les données de valorisation d'une opération seront initialement déclarées le jour ouvrable qui suit la date de l'opération. Cette approche est compatible avec Dodd-Frank.<sup>38</sup>

### **Tenue de dossiers**

Le règlement sur les répertoires des opérations prévoit que les contreparties locales à une opération doivent conserver des « dossiers » des données sur les produits dérivés (ce qui comprend les données de continuation) pendant tout le cycle de vie du produit dérivé et pendant une période de sept ans suivant la date d'expiration ou de fin du produit dérivé. Le CMIC suggère qu'il faut des éclaircissements à savoir ce qui doit être conservé, à savoir s'il s'agit simplement des dossiers qu'une contrepartie locale tient à l'égard de l'opération, ou à savoir s'il s'agit de toute l'information qui a été déclarée au répertoire des opérations en vertu du règlement sur les répertoires des opérations.

Comme cette exigence en vertu du règlement sur les répertoires des opérations est de deux ans plus longue que ce qui est prévu en vertu de Dodd-Frank, cela signifie qu'une contrepartie locale qui n'est pas un courtier en produits dérivés (et qui pourrait par ailleurs se fier effectivement à un courtier en produits dérivés faisant des déclarations en vertu de Dodd-Frank<sup>39</sup>) serait responsable de tenir ces dossiers pendant les deux années supplémentaires. Les contreparties locales du côté acheteur ne s'attendent pas à créer de telles capacités de déclaration ou de tenue de dossiers et exiger d'elles qu'elles le fassent pour se conformer à cette obligation créerait un fardeau assez lourd. Le CMIC recommande que les ACVM envisagent de réduire la période de conservation des dossiers à cinq ans (à tout le moins lorsque la contrepartie déclarante conserve l'information pendant la période exigée en vertu des règlements de son autorité principale). Le règlement devrait au minimum être éclairci pour indiquer qu'une contrepartie locale respectera cette exigence tant qu'elle conserve ses propres dossiers originaux à l'égard de cette opération et que si cette contrepartie locale n'était pas responsable de déclarer les données sur les produits dérivés au répertoire des opérations, elle ne serait pas tenue de créer ces données sur les produits dérivés pour satisfaire à ce règlement.

### **Données mises à la disposition des contreparties**

Comme il est mentionné dans la lettre du CMIC sur les référentiels centraux, il doit y avoir une exigence juridique imposant la divulgation à un répertoire des opérations (et à une chambre de compensation) des données sur les produits dérivés 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 obligation légale 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 une exception en ce qui concerne la divulgation imposée par la loi applicable. Le paragraphe 38(3) du règlement sur les répertoires des opérations tente de déroger à cette restriction de confidentialité. Aux termes du paragraphe 38(3), chaque contrepartie à une opération est réputée avoir consenti à la publication des données sur les produits dérivés pour l'application du paragraphe 1 (c'est nous qui soulignons). De plus, le paragraphe 38(4) prévoit que le paragraphe 38(3) s'applique malgré toute convention à l'effet contraire intervenu entre les contreparties à une opération. Le paragraphe 38(1) prévoit que le répertoire des opérations désigné doit fournir aux contreparties à une opération l'accès aux données sur tous les produits dérivés pertinents qui lui ont été communiqués. Par conséquent, le consentement prévu aux termes du paragraphe 38(3) se limite à la communication par le répertoire des opérations aux contreparties à l'opération des données relatives à cette opération uniquement. Cela ne comprend pas la divulgation initiale par une contrepartie à l'opération en vertu de son obligation de

<sup>38</sup> Voir les exigences de déclaration, *supra.*, note 33, à 2154.

<sup>39</sup> Il faudrait noter que dans le cas d'un courtier en produits dérivés étranger faisant une déclaration en vertu de Dodd-Frank, il pourrait ne pas savoir que cette déclaration servira aussi à satisfaire à l'obligation de déclaration d'une contrepartie locale en vertu du règlement sur les répertoires des opérations, et donc ne pas être en mesure d'informer le répertoire des opérations qu'il devra conserver cette information pendant deux années de plus.

déclarer des données sur les produits dérivés à un répertoire des opérations aux termes de l'article 25 du règlement sur les répertoires des opérations, pas plus que cela ne comprend la divulgation par le répertoire des opérations aux organismes de réglementation en vertu de l'article 37 ni la divulgation au public en vertu de l'article 39 (même si le paragraphe 39(4) prévoit que l'identité des contreparties ne doit pas être divulguée, on pourrait soutenir que cette information pourrait être utilisée pour déterminer l'identité d'une contrepartie – voir les observations supplémentaires ci-dessous à la rubrique « Données mises à la disposition du public »). Le CMIC recommande donc que le paragraphe 38(3) du règlement sur les répertoires des opérations soit modifié pour élargir son application à tous les cas dans lesquels le règlement sur les répertoires des opérations prévoit la divulgation d'information à des tiers.

De plus, si la convention régissant l'opération n'est pas régie par les lois locales de la province pertinente, ou si l'une des contreparties n'est pas une contrepartie locale, la disposition déterminative du paragraphe 38(3) peut ne pas être suffisante pour forcer la divulgation en contravention d'une disposition de confidentialité dans la convention sous-jacente. Par exemple, les lois sur la protection des renseignements personnels de certains territoires non canadiens peuvent, dans certaines circonstances, restreindre ou interdire la divulgation de certains « renseignements identificateurs »<sup>40</sup> d'une partie non déclarante. Le CMIC recommande que les ACVM permettent à une partie déclarante ou à un répertoire des opérations de retenir la divulgation de ces « renseignements identificateurs » dans ces circonstances limitées.

### ***Données mises à la disposition du public***

Le CMIC appuie l'objectif de transparence post-négociation. Toutefois, de l'avis du CMIC, la divulgation publique de données agrégées sur les positions ouvertes, les volumes de négociation, le nombre d'opérations et les prix moyens peut entraîner par inadvertance la divulgation de renseignements confidentiels. Le CMIC n'appuierait une telle divulgation que si des règles relatives à la déclaration différée d'importantes opérations atteignant un seuil d'opérations en bloc sont établies afin de préserver l'anonymat des participants au marché et de veiller à ce qu'il n'y ait aucune incidence défavorable sur la liquidité ou le fonctionnement du marché. De plus, en raison du volume du marché canadien et du petit nombre de participants au marché, le CMIC estime qu'il sera facile d'identifier les contreparties à certaines opérations si la déclaration de données globales est exigée i) par secteur géographique et ii) par type de contrepartie, et qu'elles devraient donc être retirées du paragraphe 39(2) du règlement sur les répertoires des opérations. La divulgation de ce type de données n'est pas exigée en vertu de Dodd-Frank.

Comme il est indiqué dans la lettre du CMIC sur les référentiels centraux, la SEC a proposé une règle qui exige la divulgation complète de données sur les opérations, y compris la taille théorique de l'opération pour les opérations en bloc, encore que ce soit sur une base différée. En réponse à la proposition de la SEC, cependant, l'ISDA a déclaré que cette divulgation, même si elle est différée, [Traduction] « nuirait probablement à la liquidité des opérations importantes sur le marché des SDC ».<sup>41</sup> Dans une étude distincte, la SEC a souligné que bon nombre de dérivés de gré à gré se négocient de façon dispersée et que la taille des opérations a tendance à être plus importante pour les instruments liquides comparativement à des instruments négociés moins fréquemment.<sup>42</sup> Ces caractéristiques du marché des dérivés de gré à gré sont amplifiées sur le marché canadien; en effet, celui-ci compte un nombre beaucoup moins grand de participants au marché et un volume d'opérations moindre que celui des États-Unis. La divulgation publique de détails sur des opérations – même s'il elle est faite sous le couvert de l'anonymat – pourrait servir à désosser les

<sup>40</sup> Il s'agirait de renseignements qui devraient par ailleurs être déclarés en vertu du règlement sur les répertoires des opérations et qui identifient la contrepartie ou son groupe affilié ou révéleraient intrinsèquement leur identité. Voir la lettre de non-intervention du CFTC No. 12-46 datée du 7 décembre 2012 à Robert Pickel, chef de la direction, International Swap and Derivatives Association, Inc., note explicative 2.

Disponible à l'adresse suivante : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrllettergeneral/documents/letter/12-46.pdf>.

<sup>41</sup> Voir ISDA. "Block trade reporting for over-the-counter derivatives markets." 18 janvier 2011.

Disponible à l'adresse suivante : <http://www.isda.org/speeches/pdf/Block-Trade-Reporting.pdf>. Securities and Exchange Commission. File No. S7-34-10; Release No. 34-63346. "Security Based Swap Block Trade Definition Analysis." 13 janvier 2011.

Disponible à l'adresse suivante : [www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf) (page 2).

<sup>42</sup> Securities and Exchange Commission. File No. S7-34-10; Release No. 34-63346. "Security Based Swap Block Trade Definition Analysis." 13 janvier 2011. Disponible à l'adresse suivante : [www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf) (pages 2-3).

positions et stratégies de négociation de firmes canadiennes. Cette information pourrait être utilisée à des fins d'arbitrage et de manipulation potentielles du marché, ce qui aurait un effet nuisible sur la liquidité et le fonctionnement du marché. Comparativement aux États-Unis, le marché canadien des dérivés de gré à gré compte beaucoup moins de participants et de fournisseurs de liquidités. Le niveau du seuil pour les opérations en bloc fixé pour le marché canadien doit tenir compte des caractéristiques des opérations et des liquidités qui sont propres au marché canadien en plus de la catégorie d'actif et de la complexité.

Le règlement sur les répertoires des opérations ne prévoit pas la déclaration des opérations en bloc sur une base différée. Le CMIC est d'avis qu'il devrait y avoir deux types de délais de déclaration, c'est-à-dire des normes pour la déclaration d'opérations à un répertoire des opérations dans un délai précis suivant l'exécution de l'opération et des délais précis avant la diffusion au public d'informations sur les opérations en bloc.

Comme il est indiqué plus haut, le CMIC se préoccupe beaucoup de la publication de données sur les opérations en bloc en raison i) du risque de divulgation de renseignements confidentiels par inadvertance, ii) de la capacité de désosser des stratégies de négociation, iii) du risque que le petit nombre de participants au marché relativement importants au Canada puisse mener à la capacité de dériver les positions individuelles des participants et iv) le risque que la divulgation de rapports sur le niveau des opérations au public avant qu'une partie soit en mesure de couvrir sa position puisse avoir une incidence sur le fonctionnement du marché. Le délai actuellement prévu en vertu du paragraphe 39(3) du règlement sur les répertoires des opérations de un à deux jours après réception des principales modalités financières de chaque contrepartie n'est pas suffisant dans certaines circonstances pour qu'une partie puisse couvrir sa position sur le marché. Par conséquent, le CMIC croit fermement que la date d'entrée en vigueur du paragraphe 39(3) devrait être différée pendant une période de deux (2) ans après la date à laquelle les obligations de déclaration prévues à la partie 3 du règlement sur les répertoires des opérations entrent en vigueur. Au cours de cette période, le CMIC recommande que les ACVM mènent une étude de la question en se servant des données déclarées dans les répertoires des opérations à l'égard de participants au marché canadien<sup>43</sup> et se livrent à un processus de consultation auprès des participants au marché canadien.

## **Dispenses**

À l'article 8 du document de consultation, le Comité invite expressément les intéressés à commenter le paragraphe 40(2) du règlement sur les répertoires des opérations. Nous estimons que la dispense de 500 000 \$ relative à la valeur notionnelle globale est trop petite. De petites entreprises pourraient par inadvertance être touchées par ces règles et en subir des effets défavorables. Aux termes du paragraphe 27(2), une contrepartie locale qui réalise une opération avec un courtier qui n'est pas une contrepartie locale sera en fin de compte responsable de la déclaration si la contrepartie non locale ne fait pas la déclaration. Cela pourrait se traduire par un lourd fardeau pour tout participant du côté achat, mais en particulier pour les plus petits participants au marché. Le CMIC estime que toute décision finale quant au montant de ce seuil devrait être prise après que le régime de déclaration aura été mis en œuvre et que les données auront été étudiées pendant une période de trois ans. En l'absence d'une compréhension du motif pour lequel la dispense est prévue comme s'appliquant seulement à des opérations sur marchandises, le CMIC estime que le seuil, une fois établi, devrait s'appliquer à tous les types de dérivés de gré à gré.

## **Calendrier de mise en œuvre**

Comme il est mentionné plus haut, dans la mesure où le règlement sur le champ d'application et le règlement sur les répertoires des opérations diffèrent des exigences prévues en vertu de Dodd-Frank, les participants au marché devront modifier leurs procédures et systèmes opérationnels pour se conformer aux modèles de règlements<sup>44</sup>. En raison notamment de l'ampleur de la définition de contrepartie locale que prévoit

<sup>43</sup> Il est important d'utiliser les données relatives uniquement aux participants au marché canadien afin d'étudier la question des opérations en bloc, et non des données relatives à des « contreparties locales » puisque la définition définitive de « contrepartie locale » peut inclure des participants au marché non canadien, ce qui ne donnerait pas une image exacte du marché canadien.

<sup>44</sup> En plus des différences soulignées ailleurs dans la présente lettre, pour certaines raisons historiques aux États-Unis, certains produits sont exclus entièrement de Dodd-Frank, comme les options sur titres, mais seront inclus en tant que dérivés aux termes du

actuellement le règlement sur les répertoires des opérations, ces règlements viseront des entités qui ne sont pas actuellement tenues de déclarer des opérations en vertu de Dodd-Frank ou de tout régime de déclaration d'un autre territoire. Le délai de mise en œuvre à l'égard de ces entités pourrait être beaucoup plus long que celui dont auront besoin les entités déjà déclarantes en vertu de Dodd-Frank puisque ces entités seront tenues de créer des systèmes pour se conformer aux modèles de règlements. Pour certaines entités, y compris de grands participants du côté achat, cela nécessitera l'élaboration et la création de nouveaux systèmes si elles n'ont par ailleurs pas déjà d'obligations de déclaration. Pour d'autres qui ont des systèmes de déclaration différents, cela signifiera l'ajout d'une retouche à un système de déclaration existant afin d'ajouter ou de supprimer des champs de données pour se conformer aux obligations de déclaration canadiennes. Même si une « retouche » est tout ce qu'il faut pour se conformer aux modèles de règlements, cette tâche n'est pas simple puisque de nombreuses contreparties comptent plusieurs systèmes de saisie de données sur les opérations selon le type de produits, la catégorie d'actif ou le territoire précis visé. Dès qu'une retouche est créée, elle doit être mise à l'essai, ce qui fait intervenir l'exploitation de systèmes en parallèle. De plus, bon nombre de ces systèmes proviennent de tiers fournisseurs, de sorte que le délai d'achèvement des modifications est indépendant de la volonté de la contrepartie locale.

### ***Champs de données minimales à déclarer***

Le CMIC a relevé que l'annexe A du règlement sur les répertoires des opérations comprend d'importants et nombreux champs qui diffèrent des exigences de déclaration en vertu de Dodd-Frank. Par exemple, les champs du dépositaire, des dates de révision, de l'agent de règlement et d'identifiant de la succursale/du pupitre ne sont pas inclus en vertu de Dodd-Frank. Ces différences exigeraient des efforts opérationnels considérables pour traiter des déclarations conformes aux exigences des ACVM par l'entremise d'un référentiel de données sur les swaps qui ne seraient pas nécessaires si les champs de données exigés en vertu du règlement sur les répertoires des opérations était soit harmonisé avec les régimes internationaux désignés soit prévu à des fins de conformité substitutive avec ces régimes. De plus, dans la mesure où les champs de données exigés en vertu du règlement sur les répertoires des opérations diffèrent de ceux qui sont exigés en vertu de Dodd-Frank, il deviendra difficile de faire le rapprochement de l'agrégation de ces données par les organismes de réglementation, ce qui réduira l'efficacité de ces données.

L'un des aspects sous lesquels l'annexe A diffère de Dodd-Frank concerne l'obligation d'inclure les dates de révision (soit l'heure et la date de révision de l'opération) dans le cadre des « données sur les événements ». Les données sur les événements sont incluses dans la définition de « données sur la création », lesquelles sont incluses dans la définition de « données sur le cycle de vie ». Conformément à l'article 34 du règlement sur les répertoires des opérations, la contrepartie déclarante doit déclarer à un répertoire des opérations désigné les données sur le cycle de vie dès la survenance d'un événement du cycle de vie, lequel est défini comme un événement qui entraîne un changement dans les données sur les produits dérivés déclarées antérieurement. Des dates de révision peuvent se produire fréquemment aux termes de nombreuses opérations de swap, aussi souvent que mensuellement. Il n'est pas clair d'après le projet actuel si l'inclusion des dates de révision dans le cadre des « données sur les événements » aura comme effet de créer une obligation de déclaration mensuelle aux termes de l'article 34 du règlement sur les répertoires des opérations, créant un volume considérable de données. Le CMIC croit savoir qu'aucun autre territoire n'a cette obligation de déclaration et estime que ces données ne seraient pas utiles pour les organismes de réglementation.

## **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 des thèmes énoncés à la rubrique « Aperçu » de la présente lettre contribuera sensiblement à la réussite de l'élaboration des règlements relatifs à la désignation des répertoires des opérations et à la déclaration des opérations.

---

règlement sur le champ d'application. Par conséquent, même si certains participants au marché font déjà des déclarations en vertu de Dodd-Frank, leurs systèmes devront être modifiés pour couvrir ces produits supplémentaires.

Comme nous l'avons souligné dans nos observations antérieures, chaque sujet relatif à la réglementation des dérivés de gré à gré est en corrélation avec tous les autres aspects. À cet égard, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement aux modèles de règlements après la publication d'autres documents de consultation et de modèles et de projets de règlements.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration des règlements relatifs à la désignation des répertoires des opérations et à la déclaration des opérations et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les participants au marché qui seront assujettis à ces règlements. 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  
Succursale de Toronto de JP Morgan Chase Bank, N.A.  
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