

Alberta Securities Commission  
Autorité des marchés financiers  
British Columbia Securities Commission  
Manitoba Securities Commission  
New Brunswick Securities Commission  
Ontario Securities Commission  
Saskatchewan Financial Services 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)

June 15, 2012

**Re: Canadian Securities Administrators (“CSA”) Consultation Paper 91-405 on Derivatives:  
End-User Exemption (the “Consultation Paper”)**

## **INTRODUCTION**

The Canadian Market Infrastructure Committee (“CMIC”) welcomes the opportunity to comment on the Consultation Paper published by the CSA on April 13, 2012 relating to the exemption from certain proposed regulatory requirements for end-users of over-the-counter (“OTC”) derivatives.

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

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

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

CMIC appreciates the consultative approach being taken by the CSA in considering an appropriate framework for the regulation of the OTC derivatives market and the exemption of certain end-users from such regulatory requirements. 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 and encouraging end-users that might find it prohibitive to comply with regulatory requirements to continue to mitigate risk by participating in the OTC derivatives market on an exempt basis.

## OVERVIEW

In our responses (the "CMIC TR Letter", the "CMIC S&E Letter" and the "CMIC S&P 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> and segregation and portability in OTC derivatives clearing (the "S&P Paper"),<sup>5</sup> we emphasized the need for coordination and cooperation between federal and provincial and territorial regulators to allow each level of government to discharge effectively its respective jurisdictional responsibilities in relation to OTC derivatives. We also emphasized the need for rules that are aligned with global standards having due regard for the unique Canadian legal and market characteristics.

Consistent with our position in the previous three CMIC Letters, we submit that a Canadian framework for end-user exemptions from regulatory requirements applicable to participants in the OTC derivatives market must be harmonized and streamlined to the greatest extent possible across the provinces and territories and must be compatible with international standards and protocols for exemptions from such requirements, while also recognizing the unique features of the Canadian market. We submit further that federal regulators should also play an important role in any new exemption regime, in particular as the primary goal of reform in the regulation of the OTC derivatives markets is to address systemic risk concerns. In order to achieve this systemic risk goal, a federal regulatory authority should be involved in the exemption regime in addition to provincial securities commissions.

---

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

<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).

<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).

While preparing our response to the Consultation Paper, we found it difficult to formulate specific suggestions respecting end-user exemptions in the absence of a defined framework for the registration of OTC derivatives market participants in Canada. In particular, the Consultation Paper states that the end-user exemption is intended to apply to market participants who are not required to be registered because they are not in the business of trading derivatives and they are not “systemically important”, however, the Consultation Paper does not include a definition of this key term. In the absence of clarity regarding the criteria to be used to determine whether an entity is systemically important, it is difficult to provide constructive feedback on the proposed end-user exemption. These issues are further complicated by the slow pace at which OTC derivatives registration and exemption frameworks are developing internationally. Until such international frameworks have been further developed, any attempt to design an appropriate Canadian registration or exemption regime would be premature. As stated in the previous CMIC Letters, it is important that Canada not adopt more stringent requirements relating to the regulation of OTC derivatives than are adopted internationally, lest Canadian market participants be prejudiced or Canadian capital markets marginalized.

With that said, CMIC supports the CSA’s preliminary conceptual approach to the end-user exemption regime. While many members of CMIC will not be eligible to make use of the exemptions, we submit that a broad, principles-based exemption framework that encourages end-users to participate in the OTC derivatives market is preferable to a series of bright-line tests and specified criteria. The converse, however, should also be considered and we encourage the CSA to examine the spectrum of OTC derivatives market participants to ensure that the practical implications of the exempt or non-exempt status of all categories of market participants are well understood.

## **SPECIFIC RESPONSES TO CSA PAPER QUESTIONS**

### **1. Do reporting obligations create any barriers to participation in the derivatives market that would be unique to end-users or a category of end-users? Please provide a description of the potential issues that end-users may face.**

In the CMIC TR Letter, we supported a number of recommendations, namely (i) that only one counterparty to each OTC derivative transaction should be required to report the transaction to a trade repository; (ii) there should be a hierarchy of counterparty types to determine the onus for reporting obligations; (iii) counterparties should be permitted to elect the reporting party for transactions between two counterparties of the same type; and (iv) participants should have the option to delegate reporting obligations to a third party. To the extent that such recommendations are implemented, the barriers to end-user participation in the OTC derivatives market resulting from the obligation to report trade information will be limited. In the event that such recommendations are not expressly adopted, CMIC is of the view that a protocol would likely develop such that reporting obligations for trades between a financial intermediary and an end-user would be assumed by the financial intermediary, resulting in barriers to participation stemming from reporting obligations being limited to those OTC derivatives transactions between two end-users. In such cases it is possible that neither end-user would have the infrastructure or operational capacity to comply with the reporting requirements without delegating such obligations to a third-party service provider.

### **2. Are the end-user eligibility criteria proposed by the Committee appropriate?**

CMIC agrees that whether an end-user is a financial institution and whether such end-user engages in OTC derivatives transactions for the purpose of mitigating risks related to the operation of its business are appropriate criteria for determining eligibility for the end-user exemption.

We note, however, that “financial institution” was not defined in the Consultation Paper and request clarification from the CSA that an established definition, such as the one found in the *Bank Act*

(Canada), will be adopted for the purposes of the end-user exemption. We also note the difference in terminology as compared to the corresponding CFTC proposed end-user exemption,<sup>6</sup> which uses the broader definition of “financial entity”, and assume that the use of a different term was intentional. Although CMIC supports harmonization with international rules where possible and appropriate, we submit that this is an instance where the unique features of the Canadian market warrant a departure from certain international standards and we agree with the CSA proposal to adopt the narrower concept of “financial institution” rather than the broader definition of “financial entity” found in the proposed CFTC exemption. However, we encourage the CSA to consider whether it is necessary to subject all financial institutions to the clearing, capital and collateral requirements to be proposed. The Canadian financial system has a multitude of smaller financial institutions which are clearly not systemically significant and which do not engage in OTC derivatives except intermittently. One approach that the CSA may wish to consider is whether smaller financial institutions should enjoy the benefit of the end user-exemption at least on a transitional basis until regulators have had an opportunity to review data submitted to the trade repository.

It will be necessary to develop clear guidance regarding the activities that will qualify as permitted hedging for purposes of the end-user exemption. We do not think it should be necessary for a derivative transaction to hedge perfectly the risk that the end-user is trying to mitigate in order to satisfy the criteria of the end-user exemption. It should be sufficient that a derivative transaction relate to the risk sought to be mitigated and be considered a suitable instrument for mitigating such risk – in essence, that the hedge be “reasonable”. In that regard, for purposes of the end-user exemption eligibility criteria, CMIC endorses the definition of hedging in the commodity derivatives context put forth by the Committee on Payment and Settlement Systems of the Bank for International Settlements and the Technical Committee of International Organization of Securities Commissions (CPSS IOSCO)<sup>7</sup> and recommended by the CSA in the Consultation Paper.

CMIC requests that the CSA provide further guidance with respect to the proposal that in order for an end-user to be exempt it must trade for its own account and not be a registrant or an affiliate of a registrant. In the event that an end-user that would otherwise be exempt trades through an agent, we submit that such trade should be treated as though the end-user completed the trade directly. Similarly, if an end-user that would otherwise be exempt is entering into an arm’s length OTC derivatives transaction for bona fide hedging purposes with respect to commercial risks faced by its business, we submit that such end-user’s exempt status should not be affected by the existence of an affiliate that is a registrant.

The Consultation Paper suggests that inter-affiliate trades should only be exempt from regulation if both parties to such trade fit within the exemption criteria. CMIC submits that all inter-affiliate trades should be exempt from clearing and other OTC derivatives regulatory requirements. The basis for this view is that the risk to an affiliated group of legal entities as a whole does not change until a trade is entered into with an arm’s length third party and companies should be permitted to shift risk internally without being subject to clearing or other regulatory requirements. The end-user exemption criteria should only be relevant once a transaction is entered into with an arm’s length third party. This is consistent with EMIR, which provides a clearing exemption for inter-affiliate transactions where the affiliated group is subject to appropriate centralized risk management, measurement and control

---

<sup>6</sup> Proposed Rule – End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps, 75 Fed. Reg. 80747, 75-246, (December 23, 2010).

<sup>7</sup> CPSS IOSCO Report FR07/11 *Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO* (15 September 2011), available at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD358.pdf>.

procedures.<sup>8</sup> CMIC also notes the joint submission of ISDA and SIFMA to the CFTC requesting the exemption of inter-affiliate trades from the rules implementing Title VII of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act on the basis that externalizing risk that could otherwise be managed within an affiliated group will actually serve to increase risk in the market without offsetting benefits.<sup>9</sup>

CMIC also requests that the CSA provide further guidance with respect to the large derivatives participant considerations set forth in the Consultation Paper. We submit that if an end-user is not a financial institution and is only entering into derivatives transactions for the purposes of mitigating legitimate commercial risks, its size should not be a factor in determining whether it is eligible for the end-user exemption. We reserve the right to comment further following our review of the upcoming CSA consultation paper relating to registration requirements.

### **3. Should alternate or additional criteria be considered?**

The process of developing and implementing the regulatory framework for OTC derivatives will be evolutionary and will rely on the data collected by the trade repositories in order to determine appropriate modifications over time. CMIC is of the view that the initial end-user exemption eligibility criteria should be minimal and easy to understand. As with the European model,<sup>10</sup> we submit that Canadian regulators should consider extending the exemption to a broader category of users at the outset. As with so many aspects of the OTC derivatives regulatory regime, and as this Consultation Paper itself recognizes, designing the appropriate end-user exemption requires a return to the key purpose of such a regime, namely, identifying and managing systemic risk. While no clear definition of systemic risk has emerged, it is clear that size alone should not be the sole determinant of whether a particular end-user is or is not systemically important. A range of operational risk considerations, including ultimately the ability of a particular end-user to meet its obligations, must be taken into account in making such a determination. While size may drive the systemically important judgment on the 'sell' side of the market (i.e. larger banks), size should not necessarily pre-determine the result on the 'buy' side, especially where a particular end-user enjoys the highest possible creditworthiness. But, these systemically important 'buy' side judgments cannot be made without far greater information than is available at the moment.

We submit that a sufficient level of information to make these judgments will only become available after the trade repository has been operational for a number of years. Formulating a regulatory regime on the basis of good historical market data is always preferable to doing so in a vacuum. A pertinent and directly relevant example of such a sensible regulatory approach is seen in the final EMIR rule in which pension funds are exempt from clearing requirements for 3 years.<sup>11</sup> For these reasons, CMIC urges regulators to begin with an exemption that covers a broad category of users. Until sufficient definitive market data is assembled and is available to be analyzed and understood, proper judgments about systemic risk cannot be made.

---

<sup>8</sup> See the final text of the European Market Infrastructure Regulation ("EMIR") adopted by the European Parliament on 29 March 2012, available at <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+20120329+SIT-01+DOC+WORD+V0//EN&language=EN> at Article 3.

<sup>9</sup> Letter of ISDA and SIFMA to the CFTC. May 14, 2012. Available at <http://www2.isda.org/attachment/NDM50A==/CFTC%20-%20Inter-affiliate%20clearing%20FINAL%2051412.pdf>.

<sup>10</sup> *Ibid.*

<sup>11</sup> *Supra* note 8 at 40.

**4. Are the Committee's recommendations to exclude the specified end-user eligibility criteria from consideration appropriate?**

CMIC supports the Committee's recommendation to exclude specified end-user eligibility criteria. If the criteria are well-defined, CMIC is of the view that it should not be necessary for end-users to be exempt on the basis of sector-specific or other specified criteria.

**5. Is the Committee's proposal that the market participant itself determine its qualification for an exemption and provide notice to the regulator of its intention to rely on the exemption appropriate?**

CMIC supports the Committee's recommendation that the end-user should itself determine whether it qualifies for the exemption and that it should also provide notice to the relevant regulator of its intention to rely on the exemption. We are of the view that the end-user is in the best position to assess its own ability to rely on the exemption and that it is appropriate that the end-user bear the onus of notifying the regulator if it intends to rely on such exemption. Further, CMIC submits that non-exempt counterparties should be entitled to reasonably rely on an end-user's representation of its exempt status, including that it has filed the appropriate notice with the regulator and that there has been no material change to the information contained therein.

**6. Is the proposed process to be followed by eligible end-users wishing to rely on the exemption appropriate?**

Subject to the exception noted below, CMIC is of the view that the process recommended by the Committee is appropriate. We submit that each participant in the OTC derivatives market should have robust governance practices in place, including comprehensive record-keeping practices and the requirement to obtain approval of its trading strategy from a board of directors or equivalent governing body. As noted above, we also support the recommendation that an end-user be required to notify the regulator of its intention to rely on the exemption, which notification should remain in force until such time as there is a material change in the information contained therein.

Our primary concern with the proposed process is the requirement that board approval be reported to a trade repository. As noted in the CMIC TR Letter,<sup>12</sup> there are concerns regarding the technical feasibility and value of submitting documentation to a trade repository, as opposed to reporting just the principal economic terms of a transaction. As the expectation is that trade repositories will be international in scope, these concerns are likely to be exacerbated by conflicting reporting requirements across jurisdictions. We encourage the CSA to explore these considerations in formulating their approach regarding board approval and other reporting requirements for exempt end-users.

**7. Is the Committee's proposal to require board of directors' approval of the use of OTC derivatives as a risk management tool to demonstrate hedging compliance appropriate for non-registrant entities?**

As noted in our response to Question 6 above, CMIC is of the view that each participant in the OTC derivatives market should have robust governance practices in place, including the requirement to obtain approval of its trading strategy from a board of directors or equivalent governing body.

---

<sup>12</sup> Supra note 2, CMIC TR Letter at 16.

## **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.

The Consultation Paper is the fourth in a series of eight consultation papers that will be issued. To the extent necessary to do so, and as noted elsewhere in this response, CMIC reserves the right to make supplementary submissions relating to the end-user exemption following the publication of the remaining consultation papers.

CMIC hopes that its comments are useful in the development of the end-user exemption and that the CSA takes into account the practical implications for all market participants, including those end-users that will be exempt from the OTC derivatives regulatory regime. CMIC welcomes the opportunity to discuss this response with representatives from the CSA.

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

Bank of America Merrill Lynch  
Bank of Montreal  
Caisse de dépôt et placement du Québec  
Canada Pension Plan Investment Board  
Canadian Imperial Bank of Commerce  
Healthcare of Ontario Pension Plan  
HSBC Bank Canada  
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  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Saskatchewan Financial Services Commission



Comité de l'infrastructure  
du marché canadien

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

M<sup>e</sup> John Stevenson, Secretary  
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

Le 15 juin 2012

**Objet : Document de consultation 91-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés : Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux (le « document de consultation »)**

---

## INTRODUCTION

Le Comité de l'infrastructure du marché canadien ou Canadian Market Infrastructure Committee (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation qu'ont publié les ACVM le 13 avril 2012 relativement à la dispense d'un certain nombre proposé d'obligations réglementaires pour les utilisateurs finaux des dérivés de gré à gré.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés de certains participants du 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 Banque Nationale du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse et La Banque Toronto-Dominion.

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

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

Le CMIC est reconnaissant envers les ACVM de l'approche consultative qu'elles ont retenue pour examiner le cadre approprié de la réglementation du marché des dérivés de gré à gré et la dispense de certains utilisateurs finaux de ces obligations réglementaires. 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 aux risques systémiques et en encourageant les utilisateurs finaux qui pourraient juger onéreux de se conformer aux obligations réglementaires pour continuer à réduire les risques en participant au marché des dérivés de gré à gré aux termes d'une dispense.

## APERÇU

Dans nos réponses (la « lettre du CMIC sur les référentiels centraux », la « lettre du CMIC sur la surveillance et l'application et la lettre du CMIC sur la séparation et transférabilité » 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> et sur la surveillance et l'application du marché des dérivés de gré à gré (le « document sur la surveillance et l'application »)<sup>4</sup> et sur la séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré (le « document sur la séparation et transférabilité »)<sup>5</sup>, nous avons souligné le besoin de coordination et de collaboration entre les organismes de réglementation fédéraux, provinciaux et territoriaux afin de permettre à chaque palier de gouvernement de s'acquitter efficacement de ses responsabilités respectives en ce qui concerne les dérivés de gré à gré. Nous avons aussi fait ressortir le besoin de règles qui coïncident avec les normes mondiales compte tenu des caractéristiques uniques du Canada en ce qui a trait au système juridique et au marché.

Conformément à la position que nous avons adoptée dans les trois lettres du CMIC précédentes, nous sommes d'avis que le cadre canadien de dispenses pour les utilisateurs finaux des obligations réglementaires applicables aux participants au marché des dérivés de gré à gré doit être harmonisé et rationalisé dans la plus grande mesure possible d'une province et d'un territoire à l'autre et doit être compatible avec les normes et protocoles internationaux de dispenses de ces obligations, tout en reconnaissant également les caractéristiques uniques du marché canadien. Nous sommes de plus d'avis que les autorités de réglementation fédérale devraient également jouer un rôle important dans tout nouveau régime de dispenses, notamment parce que l'objectif principal de la réforme de la réglementation des marchés des dérivés de gré à

---

<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.

<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 transférabilité. Disponible à l'adresse suivante : [http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/Commentaires\\_91-404\\_cmic\\_fr.pdf](http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/Commentaires_91-404_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/212FEV-10-91-404-co-fr.pdf>.

gré est de se pencher sur les inquiétudes relatives aux risques systémiques. Pour atteindre cet objectif relatif aux risques systémiques, une autorité de réglementation fédérale devrait participer au régime de dispense en plus des commissions des valeurs mobilières provinciales.

En préparant notre réponse au document de consultation, nous avons jugé difficile de formuler des suggestions précises relativement aux dispenses pour les utilisateurs finaux en l'absence d'un cadre défini pour l'inscription des participants au marché des dérivés de gré à gré au Canada. Le document de consultation indique notamment que la dispense pour les utilisateurs finaux est destinée aux participants au marché qui ne sont pas tenus de s'inscrire parce qu'ils n'exercent pas l'activité de courtier en dérivés et parce qu'ils sont dépourvus d'« importance systémique » pour le marché, mais le document de consultation n'inclut pas de définition de cette expression clé. Faute de clarté à l'égard des critères devant servir à établir si une entité a de l'importance systémique pour le marché, il est difficile de présenter une rétroaction constructive sur la dispense proposée pour les utilisateurs finaux. Ces questions se compliquent davantage en raison du rythme lent auquel les cadres d'inscription et de dispense des dérivés de gré à gré évoluent à l'échelle internationale. Tant que ces cadres internationaux n'auront pas davantage évolué, toute tentative de concevoir un régime canadien approprié d'inscription ou de dispense serait prématurée. Comme il est indiqué dans les lettres du CMIC antérieures, il est important que le Canada n'adopte pas des obligations relativement à la réglementation des dérivés de gré à gré qui soient plus rigoureuses que celles qui ont été adoptées à l'échelle internationale, de crainte que les participants au marché canadien soient préjudiciés ou que les marchés financiers canadiens soient marginalisés.

Ceci étant dit, le CMIC appuie la solution conceptuelle préliminaire qu'ont adoptée les ACVM pour le régime de dispense pour les utilisateurs finaux. Même si bien des membres du CMIC ne seront pas habilités à se prévaloir des dispenses, nous sommes d'avis qu'un cadre de dispense large reposant sur des principes qui encouragent les utilisateurs finaux à participer au marché des dérivés de gré à gré est préférable à une série de critères précis et opérant une démarcation très nette. L'inverse devrait toutefois être aussi envisagé et nous encourageons les ACVM à examiner l'éventail de participants au marché des dérivés de gré à gré pour s'assurer que les incidences d'ordre pratique du statut de participants dispensés ou non dispensés de toutes les catégories de participants au marché seront bien comprises.

## **RÉPONSES PRÉCISES AUX QUESTIONS DU DOCUMENT DES ACVM**

### **1. Les obligations de déclaration restreindraient-elles particulièrement l'accès des utilisateurs finaux ou d'une catégorie d'utilisateurs finaux au marché des dérivés? Veuillez décrire les difficultés auxquelles ils pourraient faire face?**

Dans la lettre du CIMC sur les référentiels centraux de données, nous avons appuyé diverses recommandations, à savoir : i) qu'une seule contrepartie à chaque opération sur dérivés de gré à gré devrait être tenue de déclarer l'opération à un référentiel central de données; ii) il devrait y avoir une hiérarchie des types de contrepartie pour établir le fardeau des obligations de déclaration; iii) les contreparties devraient être autorisées à choisir la partie faisant la déclaration des opérations entre deux contreparties du même type; et iv) les participants devraient avoir l'option de déléguer les obligations de déclaration à un tiers. Pour autant que ces recommandations soient mises en œuvre, les obstacles à la participation des utilisateurs finaux au marché des dérivés de gré à gré découlant de l'obligation de déclarer de l'information sur les opérations seront limités. Advenant que ces recommandations ne soient pas expressément adoptées, le CMIC est d'avis qu'un protocole serait probablement élaboré de sorte que les obligations de déclaration des opérations entre un intermédiaire financier et un utilisateur final seraient assumées par l'intermédiaire financier, entraînant des obstacles à la participation découlant du fait que les obligations de déclaration seraient limitées aux opérations sur dérivés de gré à gré entre deux utilisateurs finaux. Dans de tels cas, il se peut qu'aucun des utilisateurs finaux ne dispose de l'infrastructure ou de la capacité opérationnelle pour se conformer aux obligations de déclaration sans déléguer ces opérations à un tiers fournisseur de services.

## 2. Les critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux proposés par le Comité sont-ils adéquats?

Le CMIC convient que les questions à savoir si un utilisateur final est une institution financière et si cet utilisateur final effectue des opérations sur dérivés de gré à gré dans le but de réduire les risques découlant de l'exercice de ses activités constituent des critères adéquats pour déterminer l'admissibilité à la dispense pour les utilisateurs finaux.

Nous relevons toutefois que l'expression « institution financière » n'a pas été définie dans le document de consultation et demandons des éclaircissements aux ACVM pour qu'une définition reconnue, comme celle que l'on retrouve dans la *Loi sur les banques* (Canada) soit adoptée pour les besoins de la dispense pour les utilisateurs finaux. Nous relevons également la différence de terminologie comparativement à la dispense correspondante de la CFTC proposée pour les utilisateurs finaux<sup>6</sup>, laquelle utilise la définition plus large d'« entité financière », et présumons que l'emploi d'une expression différente était intentionnel. Bien que le CMIC appuie l'harmonisation avec les règles internationales lorsque cela est possible et opportun, nous sommes d'avis qu'il s'agit d'une situation où les caractéristiques uniques du marché canadien justifient un écart par rapport à certaines normes internationales et sommes d'accord avec la proposition des ACVM d'adopter le concept plus restreint d'« institution financière » plutôt que la définition plus large d'« entité financière » que l'on retrouve dans la dispense proposée par la CFTC. Toutefois, nous encourageons les ACVM à examiner la question à savoir s'il est nécessaire d'assujettir toutes les institutions financières aux obligations en matière de compensation, de fonds propres et de garanties devant être proposées. Le système financier canadien compte une multitude de petites institutions financières qui sont évidemment dépourvues d'importance systémique pour le marché et qui n'exercent pas d'activité de courtier en dérivés, si ce n'est de façon intermittente. Les ACVM pourraient envisager la solution à savoir si les petites institutions financières devraient jouir du bénéfice de la dispense pour les utilisateurs finaux au moins sur une base transitoire jusqu'à ce que les autorités de réglementation aient eu la possibilité d'examiner les données présentées au référentiel central de données.

Il sera nécessaire d'élaborer des consignes claires au sujet des activités qui seront admissibles à titre d'opérations de couverture permises pour les besoins de la dispense pour les utilisateurs finaux. Nous ne croyons pas qu'il est nécessaire qu'une opération sur dérivés couvre parfaitement le risque que l'utilisateur final cherche à réduire pour satisfaire aux critères de la dispense pour les utilisateurs finaux. Il serait suffisant qu'une opération sur dérivés se rattache au risque que l'on cherche à réduire et que l'instrument soit jugé convenable pour réduire ce risque : la couverture devrait essentiellement être « raisonnable ». À cet égard, pour les besoins des critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux, le CMIC adhère à la définition de couverture dans le contexte des dérivés sur marchandises mise de l'avant par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque pour les règlements internationaux et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV)<sup>7</sup> et que recommandent les ACVM dans le document de consultation.

Le CMIC demande que les ACVM présentent d'autres consignes relativement à la proposition prévoyant que pour que l'utilisateur final soit dispensé, il doit faire l'opération pour son propre compte et ne pas être une personne inscrite ni membre du groupe d'une personne inscrite. Advenant qu'un utilisateur final qui serait par ailleurs dispensé fasse des opérations par l'entremise d'un mandataire, nous sommes d'avis que ces opérations devraient être traitées comme si l'utilisateur final les avait effectuées directement. Dans le même ordre d'idées, si un utilisateur final qui serait par ailleurs dispensé effectue une opération sur dérivés de gré à gré sans lien de dépendance à des fins de couverture de bonne foi à l'égard du risque commercial découlant de son activité, nous sommes d'avis que le statut de personne dispensée de cet utilisateur final ne devrait pas être touché par l'existence d'un membre du même groupe qui est une personne inscrite.

---

<sup>6</sup> Proposed Rule – End-User Exception to Mandatory Clearing of Swaps, 75 Fed. Reg. 80747, 75-246 (23 décembre 2010).

<sup>7</sup> Rapport CSPR-OICV FR07/11. *Principles for the Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Market, Rapport du Comité technique de l'OICV (15 septembre 2011)*, disponible au <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf>.

Le document de consultation propose que les opérations intragroupes ne devraient être dispensées de la réglementation que si les deux parties à ces opérations ont droit à la dispense. Le CMIC est d'avis que toutes les opérations intragroupes devraient être dispensées des obligations réglementaires applicables aux dérivés de gré à gré, notamment en matière de compensation. Ce point de vue se justifie en ce que le risque pour un groupe lié de personnes morales dans son ensemble ne change pas jusqu'à ce que l'opération soit conclue avec un tiers sans lien de dépendance et que les sociétés devraient être autorisées à réorienter ce risque à l'interne sans être assujetties à des obligations réglementaires, notamment en matière de compensation. Les critères ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux ne devraient être pertinents que si l'opération est conclue avec un tiers sans lien de dépendance. Cela est compatible avec le règlement sur l'infrastructure du marché européen (European Market Infrastructure Regulation - EMIR), lequel prévoit une dispense en matière de compensation pour les opérations intragroupes lorsque le groupe affilié est assujéti à des procédures appropriées de contrôle, de mesure et de gestion de risques centralisés<sup>8</sup>. Le CMIC relève également la présentation conjointe de l'ISDA et de la SIFMA à la CFTC demandant la dispense des opérations intragroupes de l'application des règles mettant en œuvre le titre VII de la loi intitulée Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act au motif que l'externalisation du risque qui pourrait par ailleurs être géré au sein d'un groupe affilié servira en fait à accroître le risque du marché sans avantages compensatoires.<sup>9</sup>

Le CMIC demande également que les ACVM présentent d'autres consignes relativement aux grands participants au marché des dérivés décrits dans le document de consultation. Nous sommes d'avis que si l'utilisateur final n'est pas une institution financière et n'effectue des opérations sur dérivés qu'afin de réduire le risque commercial légitime, sa taille ne devrait pas être un facteur retenu pour déterminer s'il a droit ou non à la dispense pour les utilisateurs finaux. Nous nous réservons le droit de présenter d'autres observations après notre examen du prochain document de consultation des ACVM portant sur les obligations d'inscription.

### **3. Faudrait-il envisager des critères différents ou supplémentaires?**

Le processus d'élaboration et de mise en œuvre du cadre réglementaire applicable aux dérivés de gré à gré sera évolutif et reposera sur les données recueillies par les référentiels centraux de données pour déterminer les modifications qui s'imposent au fil du temps. Le CMIC estime que les critères initiaux ouvrant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux devraient être peu nombreux et faciles à comprendre. Comme dans le cas du modèle européen<sup>10</sup>, nous sommes d'avis que les autorités de réglementation canadiennes devraient envisager d'élargir la dispense à une catégorie plus large d'utilisateurs dès le départ. Comme pour bien des aspects du cadre réglementaire applicable aux dérivés de gré à gré, et comme le document de consultation le reconnaît lui-même, la conception de la dispense appropriée pour les utilisateurs finaux exige le retour à l'objectif clé d'un tel cadre, à savoir détecter et gérer le risque systémique. Bien qu'aucune définition claire du risque systémique n'a été établie, il est évident que la taille ne devrait pas être le seul facteur déterminant à savoir si un utilisateur final en particulier a ou non une importance systémique pour le marché. Divers éléments à retenir à l'égard du risque opérationnel, dont la capacité d'un utilisateur final en particulier de s'acquitter de ses obligations, doivent être pris en compte pour prendre une telle décision. Bien que la taille puisse servir à déterminer l'importance systémique du côté « vente » du marché (c'est-à-dire les grandes banques), la taille ne devrait pas nécessairement prédéterminer le résultat du côté « achat », particulièrement lorsqu'un utilisateur final jouit de la plus haute solvabilité possible. Mais ces décisions quant à l'importance systémique du côté « achat » ne peuvent être prises sans disposer de beaucoup plus d'information que celle qui est disponible actuellement.

<sup>8</sup> Voir le texte définitif du règlement sur l'infrastructure du marché européen (European Market Infrastructure Regulation – EMIR) qu'a adopté le Parlement européen le 29 mars 2012, disponible au <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+20120329+SIT-01+DOC+WORD+V0//FR&language=FR>

<sup>9</sup> Lettre de l'ISDA et de la SIFMA à la CFTC. 14 mai 2012. Disponible au <http://www2.isda.org/attachment/NDM5OA==/CFTC%20-%20Inter-affiliate%20clearing%20FINAL%2051412.pdf>.

<sup>10</sup> Ibid.

Nous sommes d'avis qu'une quantité suffisante d'information pour prendre de telles décisions ne sera disponible qu'après que le référentiel central de données aura fonctionné pendant un certain nombre d'années. La formulation d'un cadre réglementaire en fonction de saines données historiques du marché est toujours préférable à une formulation faite dans le vide. Un exemple pertinent et directement utile d'une telle approche sensée de la réglementation est donné par la règle définitive de l'EMIR selon laquelle les caisses de retraite sont dispensées des obligations de compensation pendant une période de trois ans.<sup>11</sup> Pour ces motifs, le CMIC presse les autorités de réglementation de commencer par une dispense qui couvre une vaste gamme d'utilisateurs. Jusqu'à ce que des données définitives suffisantes sur le marché soient recueillies et disponibles à des fins d'analyse ou de compréhension, il est impossible de prendre des décisions éclairées au sujet du risque systémique.

**4. Les recommandations du Comité de ne pas prendre en compte les critères susmentionnés pour ouvrir droit à la dispense sont-elles appropriées?**

Le CMIC appuie la recommandation du Comité de ne pas prendre en compte ces critères pour ouvrir droit à la dispense. Si les critères sont bien définis, le CMIC est d'avis qu'il ne devrait pas être nécessaire que les utilisateurs finaux soient dispensés sur une base sectorielle ou en fonction d'autres critères déterminés.

**5. Le Comité propose que le participant au marché établisse lui-même s'il a droit à la dispense et avise l'organisme de réglementation de son intention de s'en prévaloir. Est-ce approprié?**

Le CMIC appuie la recommandation du Comité voulant que l'utilisateur final établisse lui-même s'il a droit à la dispense et qu'il devrait également aviser l'organisme de réglementation compétent de son intention de s'en prévaloir. Nous sommes d'avis que l'utilisateur final est le mieux placé pour évaluer sa propre capacité de se prévaloir de la dispense et qu'il est opportun que l'utilisateur final ait le fardeau d'aviser l'organisme de réglementation de son intention de s'en prévaloir. Par ailleurs, le CMIC estime que les contreparties non dispensées devraient être habilitées à se fier raisonnablement à la déclaration d'un utilisateur final de son statut de personne dispensée, notamment qu'il a déposé l'avis approprié auprès de l'organisme de réglementation et qu'il n'est pas survenu de changement important dans l'information qui y est contenue.

**6. La procédure que les participants au marché ayant droit à la dispense pour les utilisateurs finaux devront suivre pour s'en prévaloir est-elle appropriée?**

Sous réserve de l'exception indiquée ci-après, le CIMC est d'avis que la procédure que recommande le Comité est appropriée. Nous estimons que chaque participant au marché des dérivés de gré à gré devrait avoir établi de solides pratiques en matière de gouvernance, y compris des pratiques de tenue de dossiers détaillées et l'obligation d'obtenir l'approbation de sa stratégie de négociation d'un conseil d'administration ou d'un organe directeur équivalent. Comme il est indiqué plus haut, nous appuyons également la recommandation que l'utilisateur final soit tenu d'aviser l'organisme de réglementation de son intention de se prévaloir de la dispense, lequel avis devrait demeurer en vigueur tant qu'il n'est pas survenu de changements importants dans l'information qui y est contenue.

Notre principale préoccupation à l'endroit de la procédure proposée concerne l'obligation que l'approbation du conseil soit déclarée à un référentiel central de données. Comme il est indiqué dans la lettre du CMIC sur les référentiels centraux<sup>12</sup>, des préoccupations se posent quant à la faisabilité technique et à la valeur de présenter de la documentation à un référentiel central de données, comparativement à la simple déclaration des modalités financières principales d'une opération. Comme on s'attend à ce que les référentiels centraux de données soient d'envergure internationale, ces préoccupations seront vraisemblablement exacerbées par des obligations de déclaration incompatibles d'un territoire à un autre. Nous encourageons les ACVM à explorer ces facteurs dans la formulation de leurs solutions relatives à l'approbation du conseil et aux autres obligations de déclaration pour les utilisateurs finaux dispensés.

---

<sup>11</sup> Supra note 8 à la page 40.

<sup>12</sup> Supra note 2, lettre du CMIC sur les référentiels centraux, p. 19.

**7. Le Comité propose d'exiger l'approbation, par le conseil d'administration, de l'utilisation de dérivés de gré à gré à titre d'outil de gestion du risque pour démontrer la conformité de la couverture. Est-ce approprié pour les personnes non inscrites?**

Comme il est indiqué dans notre réponse à la question 6 ci-dessus, le CMIC est d'avis que chaque participant au marché des dérivés de gré à gré devrait avoir établi de solides pratiques en matière de gouvernance, y compris l'obligation d'obtenir l'approbation de sa stratégie de négociation d'un conseil d'administration ou d'un organe directeur équivalent.

**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.

Le document de consultation est le quatrième d'une série de huit documents de consultation qui seront publiés. Dans la mesure où cela est nécessaire, et tel qu'il est précisé ailleurs dans la présente réponse, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement à la dispense pour les utilisateurs finaux après la publication des documents de consultation restants.

Le CMIC espère que ses observations seront utiles à l'élaboration de la dispense pour les utilisateurs finaux et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour tous les participants au marché, notamment les utilisateurs finaux qui seront dispensés du cadre réglementaire des dérivés de gré à gré. 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  
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