

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Document de consultation 91-402 des Autorité canadiennes en valeurs mobilières – Dérivés : Référentiels centraux de données

L'Autorité des marchés financiers publie, en version française et anglaise, le texte suivant :

- Document de consultation 91-402 des Autorité canadiennes en valeurs mobilières – Dérivés : Référentiels centraux de données

Consultation

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prend fin le **12 septembre 2011**.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.on.ca).

Veillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

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

Veillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres autorités.

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
 Télécopieur : 514-864-6381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto (Ontario)
 M5H 3S8
 Télécopieur : 416-593-2318
 Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à :

Derek West
Directeur du Centre d'excellence en dérivés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Le 24 juin 2011

Autorités canadiennes en valeurs mobilières
Document de consultation 91-402 des ACVM
Dérivés : Référentiels centraux de données

Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés
23 juin 2011

Document de consultation 91-402 des ACVM – Dérivés : Référentiels centraux de données

Le 2 novembre 2010, le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés (le « Comité ») a publié le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le « Document de consultation 91-401 »)¹. Ce document de consultation publique traitait de la réglementation du marché des dérivés de gré à gré et présentait des propositions générales à cet égard. Le Comité sollicitait les commentaires du public sur les propositions et a reçu les mémoires de 18 parties intéressées². Le Comité a continué de suivre les propositions réglementaires et l'évolution de la législation à l'échelle mondiale et d'y apporter sa contribution, ainsi que de collaborer avec les autres organismes de réglementation canadiens³, la banque centrale et les participants au marché. Le présent document de consultation, le premier d'une série de huit documents donnant suite aux propositions réglementaires énoncées dans le Document de consultation 91-401, présente un ensemble de projets de règles encadrant la déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré et le fonctionnement des référentiels centraux de données.

Les dérivés de gré à gré sont négociés sur un marché réellement mondial qui ne peut être réglementé de façon efficace que par un effort global et concerté des organismes de réglementation à l'échelle internationale. Le Comité entend travailler avec les organismes de réglementation étrangers pour élaborer des règles conformes aux normes internationalement reconnues. Puisque, actuellement, les participants au marché canadien n'ont pas l'obligation de déclarer leurs opérations et leurs positions sur dérivés de gré à gré, diverses données pertinentes font défaut aux organismes de réglementation canadiens et à la banque centrale au sujet de la taille et de la composition du marché canadien des dérivés de gré à gré, des activités des participants au marché canadien et des « opérations sur dérivés liées au marché canadien »⁴ conclues par des participants étrangers.

Le marché canadien des dérivés de gré à gré représente une part relativement petite du marché mondial et la majorité des opérations conclues par les participants au marché canadien le sont avec des contreparties étrangères⁵. Ainsi, il est essentiel que les règles établies pour le marché canadien concordent avec les pratiques internationales afin que les participants au marché canadien aient pleinement accès au marché international et soient réglementés conformément aux principes internationaux. Le Comité continuera d'observer l'élaboration de normes internationales et d'y participer et, en particulier, d'examiner les propositions de normes sectorielles relatives aux référentiels centraux de données afin d'harmoniser l'approche canadienne avec les efforts internationaux.

Sommaire

La déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré à des référentiels centraux de données non seulement accroîtra grandement la transparence du marché, mais elle constitue l'une des pierres angulaires de la réforme du marché des dérivés. Voici le sommaire des principales recommandations formulées par le Comité dans le présent document de consultation au sujet des référentiels centraux de données.

1. Obligations des référentiels centraux de données

a) Pour exercer leurs activités au Canada, les référentiels centraux de données devraient être tenus de respecter les normes de gouvernance et de fonctionnement internationalement reconnues que recommande le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (le « CSPR ») et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (l'« OICV »), y compris les normes concernant le cadre juridique, la gouvernance, la transparence du marché, la disponibilité des données, la fiabilité opérationnelle, l'accès et la

¹ Le Document de consultation 91-401 est accessible au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

² Les mémoires sont accessibles au public au <http://www.lautorite.qc.ca/fr/encadrement-marches-derives-qc.html>.

³ Dans le présent document de consultation, les « organismes de réglementation canadiens » s'entendent des organismes de réglementation prudentielle et du marché.

⁴ Les « opérations sur dérivés liées au marché canadien » s'entendent des opérations sur dérivés qui se rapportent à un actif sous-jacent canadien (p. ex. un titre de capitaux propres, une obligation ou une marchandise) ou à une variable du marché canadien (p. ex. un taux d'intérêt, un risque de crédit, un taux de change ou un indice boursier) et des opérations qui sont libellées en dollars canadiens.

⁵ En décembre 2009, selon une enquête informelle menée par les six grandes banques canadiennes par l'intermédiaire du groupe consultatif sectoriel, la valeur notionnelle totale des opérations sur dérivés de gré à gré de ces banques s'établissait à 10,1 billions de dollars américains, soit moins de 2 % de l'ensemble des opérations sur dérivés de gré à gré. Parmi les contreparties avec lesquelles les six grandes banques canadiennes ont conclu leurs opérations, 78 % n'étaient pas canadiennes. Groupe consultatif sectoriel sur les dérivés de gré à gré, *Policy Paper: Developments in the Canadian Over-the Counter Derivatives Markets*, p. 7 et 8.

participation, la protection des données, la tenue à jour des dossiers, ainsi que les normes et les procédures de communication.

b) Le conseil d'administration des référentiels centraux de données devrait se composer de personnes possédant une expérience et des compétences pertinentes et diversifiées et compter une proportion adéquate de membres indépendants.

c) Tous les référentiels centraux de données devraient désigner un chef de la conformité chargé de contrôler la conformité à la législation applicable, de relever et de résoudre les conflits d'intérêts ainsi que d'établir et d'attester un rapport annuel de conformité.

d) Les référentiels centraux de données devraient avoir de solides capacités de gestion des risques opérationnels, y compris des systèmes de secours permettant la reprise des activités dans les deux heures de toute interruption.

e) Les référentiels centraux de données devraient offrir un accès équitable et libre aux participants au marché et être tenus d'accepter les données sur toutes les opérations se rapportant aux catégories d'actifs pour lesquelles ils en acceptent.

f) Les référentiels centraux de données devraient protéger les données confidentielles et prévenir toute utilisation de données qui pourrait entraîner un conflit d'intérêts.

g) Les lois provinciales canadiennes sur les valeurs mobilières et les dérivés devraient être modifiées au besoin pour inclure les référentiels centraux de données agréés dans la définition de *participant au marché*.

2. Obligations relatives à la déclaration

a) Opérations à déclarer

i) Les lois provinciales canadiennes sur les valeurs mobilières et les dérivés devraient être modifiées au besoin pour permettre l'imposition de l'obligation de déclarer toutes les opérations sur dérivés de gré à gré à un référentiel central de données agréé, et les organismes de réglementation provinciaux devraient imposer cette obligation.

ii) Les opérations sur dérivés de gré à gré déjà en cours devraient être déclarées à un référentiel central de données agréé dans les 180 jours de la date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations de déclaration.

- o Les opérations en cours qui prennent fin ou expirent dans l'année suivant la date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations de déclaration devraient être dispensées de l'application de ces règles.

iii) Les dossiers de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré devraient être conservés par chaque contrepartie et par le référentiel central de données concerné pendant une période de sept ans à compter de la date à laquelle l'opération expire ou prend fin.

b) Obligations de déclaration

i) Pour chaque opération sur dérivés de gré à gré, l'une des contreparties devrait être tenue de déclarer l'opération et tout événement connexe postérieur à son exécution à un référentiel central de données agréé.

ii) Les obligations de déclaration des opérations devraient être établies selon la nature de la contrepartie, et il devrait être permis de déléguer la responsabilité de déclarer les opérations à un tiers fournisseur de services, notamment une chambre de compensation centrale.

- o Il devrait incomber aux intermédiaires financiers de déclarer les opérations conclues avec les utilisateurs finaux.
- o Les contreparties aux opérations qui sont toutes deux des intermédiaires financiers ou des utilisateurs finaux devraient avoir le droit de choisir laquelle d'entre elles se chargera de faire la déclaration.
- o Une contrepartie étrangère pourrait se charger de la déclaration, à condition qu'elle déclare l'opération à un référentiel central de données agréé au Canada.

c) Déclaration à un référentiel central de données agréé

i) Toutes les opérations sur dérivés de gré à gré conclues par une contrepartie canadienne devraient être déclarées à un référentiel central de données agréé.

ii) Tout référentiel central de données qui a l'intention d'exercer ses activités dans une ou plusieurs provinces du Canada devrait être agréé par l'organisme provincial compétent de réglementation du marché, au terme d'un processus de reconnaissance ou de désignation.

iii) Les lois provinciales canadiennes sur les valeurs mobilières et les dérivés devraient être modifiées au besoin afin de permettre l'élaboration d'un processus de reconnaissance ou de désignation des référentiels centraux de données et de faciliter l'établissement de règles régissant leur fonctionnement.

d) Nécessité d'un référentiel central de données canadien

i) Il faudrait étudier la possibilité d'obliger les contreparties canadiennes aux opérations sur dérivés de gré à gré à utiliser un référentiel central de données établi (ou domicilié) au Canada. Le Comité évaluera s'il est possible d'adopter une telle obligation et examinera les différentes options qui s'offrent pour l'établissement d'un référentiel central de données canadien.

ii) Il y a lieu d'accepter la déclaration des opérations à un référentiel central de données étranger qui a reçu l'agrément des organismes provinciaux de réglementation du marché et qui répond à l'ensemble des exigences applicables aux référentiels centraux canadiens jusqu'à ce qu'un référentiel central canadien soit opérationnel ou si les organismes de réglementation du marché refusent d'exiger le recours à un référentiel canadien.

e) Information à déclarer

i) Les données sur les opérations sur dérivés de gré à gré devraient être déclarées conformément aux normes internationales de déclaration de données.

ii) Des identificateurs uniques devraient être élaborés conformément aux normes internationales pour les entités juridiques, les opérations, les types de produits et les pays, et ces identificateurs devraient être communiqués pour chaque opération sur dérivés de gré à gré.

iii) Les données initiales sur toutes les opérations sur dérivés de gré à gré devraient être déclarées, y compris les principales modalités financières et les ententes juridiques intégrales signées par les contreparties.

iv) De l'information continue devrait être déclarée pendant tout le cycle de vie d'une opération sur dérivés de gré à gré, y compris des données de valorisation et l'information à fournir conformément à l'approche synchronique ou à l'approche événementielle selon la catégorie de dérivés de gré à gré.

f) Mise à disposition des données aux organismes de réglementation

i) Les référentiels centraux de données devraient fournir des données individuelles sur les opérations et les positions ainsi que des données globales aux organismes de réglementation canadiens et étrangers acceptés et aux banques centrales conformément à leurs responsabilités réglementaires.

ii) En l'absence d'un référentiel central de données canadien doté d'une fonction d'agrégation, un agrégateur de données devrait être établi pour aider les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale à collecter les données sur les opérations auprès des divers référentiels centraux (situés au Canada ou à l'étranger) et à les agréger.

g) Mise à disposition des données au public

Les référentiels centraux de données devraient mettre à la disposition du public des données globales, notamment de l'information sur les positions, le volume des opérations et les prix moyens. Des données post-négociation anonymes sur les opérations individuelles devraient également être rendues publiques, dans la mesure où cela ne nuit pas à la liquidité ou au fonctionnement du marché.

h) Moment de la déclaration

i) La déclaration des opérations aux référentiels centraux de données devrait s'effectuer en temps réel dès que les participants au marché canadien en auront la capacité et, d'ici là, dans un délai de un jour ouvrable.

ii) Lorsque la déclaration en temps réel sera possible, il devrait être permis de déclarer après un certain délai les opérations importantes qui atteignent un seuil d'opération en bloc restant à déterminer afin de préserver l'anonymat des participants au marché et de ne pas nuire à la liquidité ou au fonctionnement du marché.

3. Accès aux renseignements confidentiels contenus dans les référentiels centraux de données

a) L'organisme de réglementation du marché de chaque province devrait évaluer s'il est nécessaire d'adopter des dispositions législatives permettant expressément la communication de renseignements confidentiels aux référentiels centraux et par ceux-ci.

b) Des modifications devraient être apportées à la législation pour que les référentiels centraux de données ne soient pas tenus par la loi de rendre publics les renseignements confidentiels qui leurs sont communiqués.

c) Les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale devraient conclure des accords de coopération avec leurs homologues étrangers qui ont adopté des cadres juridiques et de surveillance équivalents aux leurs, en vue de faciliter l'accès transfrontalier aux données des référentiels centraux, et ils devraient avoir accès à toutes les données stockées dans les référentiels centraux concernant les contreparties canadiennes ou les opérations sur dérivés liées au marché canadien.

Commentaires et observations

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prend fin le 12 septembre 2011.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca).

Veuillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

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

Veuillez envoyer vos commentaires aux adresses suivantes, et ils seront aux autres autorités.

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire de l'Autorité
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec)
 H4Z 1G3
 Télécopieur : 514-864-6381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

John Stevenson, Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario)
M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Derek West
Directeur du Centre d'excellence en dérivés
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Kevin Fine
Director, Derivatives Unit
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416-593-8109
kfine@osc.gov.on.ca

Doug Brown
Directeur
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204-945-0605
doug.brown@gov.mb.ca

Barbara Shourounis
Director, Securities Division
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5842
barbara.shourounis@gov.sk.ca

Michael Brady
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
604-899-6561
mbrady@bcsc.bc.ca

Debra MacIntyre
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403-297-2134
debra.macintyre@asc.ca

Wendy Morgan
Conseillère juridique
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
506-643-7202
wendy.Morgan@gnb.ca

1. Introduction

Les référentiels centraux de données, tout comme la disponibilité et la transparence des données sur les opérations et des données de marché globales qu'ils procurent aux organismes de réglementation prudentielle et du marché, aux banques centrales et au public, sont l'une des pierres angulaires de la réforme de la réglementation des dérivés de gré à gré.

La récente crise financière a mis en évidence un manque prononcé de transparence des cours et des données globales sur les marchés des dérivés de gré à gré, raison pour laquelle il a été difficile pour les organismes de réglementation autour du monde de surveiller ces marchés. L'opacité du marché mondial des dérivés de gré à gré a aggravé la perte de confiance dans le marché pendant la crise financière. Le déficit de transparence a également permis à certains participants au marché d'accumuler des positions extrêmement importantes sur dérivés de gré à gré et a engendré une crise systémique qui a forcé les gouvernements étrangers à intervenir en injectant des fonds publics. Bien que les dérivés de gré à gré n'aient pas eu, durant la crise financière mondiale, autant d'effets sur le marché canadien que sur certains autres pays du G20, la portée internationale des marchés financiers a fait que les institutions canadiennes n'ont pas été épargnées. Afin de respecter les engagements qu'il a pris dans le cadre du G20, le Canada doit élaborer un vaste cadre réglementaire pour le marché des dérivés de gré à gré⁶. Ce nouveau cadre renforcera la capacité du Canada de réglementer de façon équitable et efficace ses marchés des dérivés.

Le G20 a fait de la transparence du marché des dérivés de gré à gré l'un des piliers de la réforme et a convenu que toutes les opérations sur ces instruments devaient être déclarées à des référentiels centraux de données⁷. Un référentiel central de données est une plateforme centralisée qui recueille les données sur les opérations sur dérivés de gré à gré, les stocke sur support électronique, et offre ainsi aux organismes de réglementation et, dans une moindre mesure, au public une source centrale de données sur les opérations et les positions sur un marché de dérivés de gré à gré en particulier. Il recueille les données sur les opérations ayant fait l'objet d'une compensation centralisée ou bilatérale qui ont été saisies par les parties à ces opérations.

Les référentiels centraux de données favorisent la transparence en mettant à la disposition des organismes de réglementation compétents, de façon systématique et sur demande, des données sur chaque opération et des données globales. Pour être en mesure d'évaluer les risques potentiels existant dans le marché canadien des dérivés, les organismes de réglementation doivent disposer de données à la fois globales et individuelles sur les opérations sur dérivés conclues par toutes les entités canadiennes et sur les opérations sur dérivés liées au marché canadien. L'accès en temps opportun aux données recueillies par les référentiels centraux permettra aux organismes de réglementation canadiens et à la banque centrale de surveiller le risque systémique auquel s'exposent les participants au marché, de détecter les abus de marché et d'aider à la réalisation d'une analyse du risque systémique dans le marché. Qui plus est, il accroîtra la transparence du marché des dérivés de gré à gré et réduira les asymétries d'information par la diffusion périodique de données pertinentes dans le public, notamment des données globales sur les positions ouvertes et les volumes d'opérations.

Il est primordial que des efforts coordonnés soient déployés à l'échelle internationale pour rendre obligatoire la déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré à des référentiels centraux de données afin que les organismes de réglementation aient en leur possession l'information nécessaire à une surveillance efficace du marché des dérivés de gré à gré. Le présent document de consultation expose l'ensemble des règles et des politiques que recommande le Comité en matière de déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré et de fonctionnement des référentiels centraux de données. Chacune des règles proposées vise à renforcer le marché canadien et international des dérivés de gré à gré en accroissant la transparence sans imposer de fardeau excessif aux participants au marché.

Le Comité invite les participants au marché et le public à lui présenter des mémoires en réponse aux questions soulevées dans le présent document de consultation.

⁶Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'État et de gouvernement (24 et 25 septembre 2009) et La déclaration du Sommet du G20 à Toronto (26 et 27 juin 2010), accessibles au http://www.g20.org/pub_communique.aspx

⁷ Ibidem.

2. Lignes directrices sur la gouvernance et le fonctionnement des référentiels centraux de données

Les référentiels centraux de données procureront aux organismes de réglementation et, de façon plus limitée, au public une source vitale de données transparentes sur le marché des dérivés de gré à gré. Les organismes de réglementation pourront compter sur de l'information précise et à jour pour surveiller le risque systémique et les abus de marché. Afin de remplir ce rôle capital, les référentiels centraux devront avoir une solide capacité opérationnelle et adopter des pratiques de gouvernance efficaces. C'est pourquoi il est essentiel de les soumettre, initialement et en permanence par la suite, à des normes rigoureuses, notamment des règles établissant les critères et les procédures d'agrément réglementaire et de gouvernance ainsi que des obligations relatives à la tenue de dossiers, à la protection des renseignements personnels et à la confidentialité. En mai 2010, un groupe de travail établi conjointement par le CSPR et le Comité technique de l'OICV a publié un rapport consultatif intitulé *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets* qui présente des lignes directrices concernant ces règles⁸. Ce même groupe de travail a aussi publié récemment un autre rapport intitulé *Principles for financial market infrastructures*, qui s'applique aux référentiels centraux de données⁹. Ce rapport énonce un ensemble exhaustif de principes relatifs aux infrastructures du marché financier, et les principes qui s'appliquent aux référentiels centraux sont reproduits à l'annexe A du présent document de consultation. Le groupe de travail conjoint CSPR-OICV a l'intention de publier un rapport final sur le sujet au début de 2012. Le Comité appuie les recommandations formulées dans ces deux rapports et se fondera sur ceux-ci (ainsi que sur le rapport final du groupe de travail conjoint CSPR-OICV) au moment d'élaborer des règles propres au marché canadien. Suivent ci-dessous les recommandations du Comité quant aux normes que devrait respecter un référentiel central de données sur les dérivés de gré à gré pour recevoir l'agrément¹⁰ des organismes provinciaux de réglementation du marché et qui devraient tenir lieu d'obligations permanentes.

a) Cadre juridique¹¹

Les référentiels centraux de données devraient être tenus de se doter d'un cadre juridique clairement défini et leurs règles, procédures et conventions contractuelles devraient s'appuyer sur la législation et la réglementation applicables. Les droits des participants, des propriétaires et des organismes de réglementation qui utilisent les données stockées dans un référentiel central devraient être clairement énoncés et les règlements intérieurs du référentiel, rendus publics. Ces règlements intérieurs, de même que les obligations contractuelles connexes, devraient être un gage de certitude quant aux niveaux de service, aux droits d'accès, à la protection des renseignements confidentiels et des droits de propriété intellectuelle, et à la fiabilité opérationnelle. Il faudrait définir clairement le statut des dossiers dans le référentiel et établir s'ils constituent des contrats en droit.

b) Gouvernance¹²

Puisque le rôle premier des référentiels centraux de données est d'assurer la transparence, une bonne gouvernance qui favorise les intérêts des parties intéressées et du public est essentielle. Chaque référentiel central doit établir un régime de gouvernance solide qui garantit une gestion efficace des risques et qui prévoit des contrôles internes permettant de préserver la confidentialité de l'information détenue. Les cadres de gouvernance et les procédures opérationnelles des référentiels centraux de données devraient établir les chaînes de responsabilité et être accessibles aux parties intéressées, aux organismes de réglementation et, sur un plan plus général, au public. Les référentiels centraux doivent trouver l'équilibre entre leurs intérêts commerciaux et leur rôle public en tant que plateforme centrale de stockage de données protégées. Il est primordial que chaque référentiel central de données adopte des

⁸ Le rapport consultatif du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs intitulé *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets* (mai 2010) (le « rapport CSPR-OICV n° 1 ») est accessible au <http://www.bis.org/publ/cpss90.pdf>.

⁹ Le rapport consultatif du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des règlements internationaux et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs intitulé *Principles for financial market infrastructures* (mars 2011) (le « rapport CSPR-OICV n° 2 ») est accessible au <http://www.bis.org/publ/cpss94.htm>.

¹⁰ L'agrément sera accordé suivant un processus de reconnaissance ou de désignation établi par chaque province. Voir, par exemple, la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, L.R.O. 1990, c.S.5 (la « LVMO »), art. 21.2.2.

¹¹ Les normes exposées ci-après s'inspirent des recommandations formulées dans les deux rapports CSPR-OICV susmentionnés. Chaque sous-rubrique comporte une note de bas de page qui renvoie aux pages correspondantes des rapports. Les normes recommandées relativement au cadre juridique des référentiels centraux de données se trouvent à la page 7 du rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, et aux pages 19 à 23 du rapport CSPR-OICV n° 2, note 9.

¹² Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 9 et 10, et rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 23 à 27.

procédures pour relever et prévenir les conflits d'intérêts potentiels, d'autant plus si les participants au marché des dérivés ont des droits de propriété sur le référentiel.

Par ailleurs, il conviendrait de mettre en œuvre des politiques assurant une représentation des utilisateurs commerciaux finaux dans les organes de gouvernance. Le Comité est d'avis que le conseil d'administration des référentiels centraux de données devrait se composer de personnes possédant une expérience et des compétences pertinentes et diversifiées et compter une proportion adéquate de membres indépendants.

Le Comité recommande que tous les référentiels centraux de données soient tenus de désigner un chef de la conformité chargé, notamment, de contrôler la conformité à la législation ou à la réglementation applicables, de détecter et de résoudre les conflits d'intérêts ainsi que d'établir et d'attester un rapport annuel de conformité¹³. Ces règles visent à obliger les référentiels centraux à affecter une personne ou un service au maintien de la conformité¹⁴.

c) Transparence du marché et disponibilité des données¹⁵

Les référentiels centraux de données devraient permettre une communication efficace et appropriée des données aux organismes de réglementation et au public. Les organismes de réglementation devront être en mesure d'accéder en temps voulu et par voie électronique aux données sur les opérations individuelles et les participants au marché transmises aux référentiels centraux. Ces derniers devraient également mettre en place des méthodes pour traiter les demandes d'échange d'information provenant des organismes canadiens et étrangers de réglementation prudentielle et du marché ainsi que des banques centrales.

Les référentiels centraux devraient exiger que les données sur les opérations soient déclarées sous une forme accessible qui répond aux attentes des organismes de réglementation et aux normes internationales, ou encore avoir la capacité de convertir dans cette forme les données qui leur sont soumises. Ils devraient aussi publier périodiquement des données globales sur les opérations, les positions et les volumes et, s'il y a lieu, les accompagner d'information complémentaire répartie en sous-catégories. Toutefois, l'information rendue publique par les référentiels centraux ne devrait pas permettre d'identifier les contreparties aux opérations individuelles ni divulguer indirectement de données confidentielles concernant les contreparties aux opérations sur dérivés ou leurs positions. De plus, afin de garantir un traitement équitable à tous les participants au marché, il faut absolument éviter que de l'information soit communiquée de manière privilégiée à certains d'entre eux.

d) Fiabilité opérationnelle¹⁶

Un référentiel central de données qui ne fonctionnerait pas selon les attentes pourrait fortement perturber les marchés des dérivés de gré à gré pour lesquels il constitue une source d'information. Les référentiels centraux devraient prendre des mesures pour gérer les risques opérationnels, notamment les risques liés à l'intégrité des données, à la sécurité des données, à la continuité des activités et à la gestion de la capacité et de la performance. Il faudrait atténuer les risques opérationnels au moyen de politiques, de procédures et de systèmes de contrôle approuvés qui permettent de relever et de gérer les risques, notamment en soumettant l'intégrité des systèmes à des examens périodiques indépendants¹⁷ et en procédant à une évaluation des vulnérabilités en matière de sécurité et de confidentialité. Des plans de continuité des activités, y compris des procédures d'urgence claires, des mécanismes de sauvegarde intégrale des données et des plans antisionnistes, seront nécessaires afin d'assurer la récupération rapide des données en cas d'interruption des activités. Les procédures devraient inclure la mise à l'épreuve périodique des ressources d'appoint afin de vérifier qu'elles sont suffisantes pour permettre la continuité en cas d'interruption des activités, ainsi que des systèmes de secours permettant la reprise des activités dans les deux heures de toute interruption¹⁸. Les organismes nationaux de réglementation concernés devraient être avisés sans délai de toute interruption imprévue des

¹³ Cette recommandation est conforme aux projets de règlements de la Commodity Futures Trading Commission (la « CFTC ») et de la Securities and Exchange Commission (la « SEC »). Voir le projet de règlement –*Swap Data Repositories*, 75 Fed. Reg. 80898, 75-246 (8 déc. 2010) (le « projet n° 1 de la CFTC »), p. 80912, et le projet de règlement –*Security-Based Swap Data Repository Registration, Duties, and Core Principles*, 75 Fed. Reg. 77306, 75-237 (10 déc. 2010) (le « projet n° 1 de la SEC »), p. 77341.

¹⁴ Les obligations et les fonctions du chef de la conformité restent à préciser.

¹⁵ Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 7 et 8, et rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 81 à 84, 98 à 100 et 107.

¹⁶ Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 8 et rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 70 à 81.

¹⁷ On trouvera un exemple d'obligations relatives à l'examen des systèmes à l'article 12.2 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (2 novembre 2001, dans sa version modifiée).

¹⁸ Ces recommandations sont conformes à celles du groupe de travail conjoint CSPR-OICV. Voir le rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 76.

activités et tenus informés des moyens pris pour rétablir la situation. Il est impératif que les référentiels centraux de données adoptent un modèle d'entreprise durable pour éviter toute interruption dans la circulation de l'information pour cause de difficultés financières ou de cessation désordonnée des activités. Les risques économiques généraux devraient être surveillés et gérés de manière à assurer la stabilité financière et la solvabilité de chaque référentiel central de données.

e) Accès et participation¹⁹

Les référentiels centraux devraient être tenus d'adopter des critères d'accès et de participation et de les rendre publics. L'obligation juridique de déclarer toutes les opérations sur dérivés de gré à gré à des référentiels centraux de données crée une situation dans laquelle un référentiel pourrait être en mesure d'influer sur la capacité d'une partie à participer au marché des dérivés de gré à gré. Les référentiels centraux ne devraient adopter aucune politique ni prendre aucune mesure qui restreindrait indûment la négociation, qui imposerait des contraintes anticoncurrentielles importantes à des participants au marché ou qui interdirait ou limiterait abusivement l'accès à leurs services ou le subordonnerait indûment à des conditions. Les ventes liées de produits ou de services, le recours à des clauses contractuelles de non-concurrence et d'exclusivité, les conditions d'utilisation exagérément restrictives et la discrimination anticoncurrentielle par les prix sont autant d'exemples de pratiques à interdire. Les référentiels centraux de données devraient être tenus d'offrir un accès général aux participants au marché et de veiller à ce que tous les participants qui négocient une catégorie d'actifs en particulier aient accès à un référentiel central de données. Ainsi, les référentiels centraux qui acceptent des données concernant des dérivés sur une catégorie particulière d'actifs seront tenus d'accepter les données sur toutes les opérations sur les dérivés de gré à gré de cette catégorie. L'accès à un référentiel central ne devrait être refusé que si l'acceptation de données provenant d'une partie en particulier poserait des risques pour la sécurité ou le fonctionnement du référentiel.

Les référentiels centraux de données devraient fournir leurs services de manière rentable et efficiente et mettre à la disposition des participants au marché l'information dont ils ont besoin pour évaluer les risques et les coûts associés à l'utilisation d'un référentiel.

f) Protection des données²⁰

Comme toutes les opérations sur dérivés de gré à gré devront leur être déclarées, les référentiels centraux auront en leur possession de grandes quantités de données confidentielles. Toutes les données sur les opérations soumises aux référentiels centraux devraient être protégées contre les risques liés à leur traitement, tels que de corruption, de perte, de fuite ou d'accès non autorisé. Pour assurer la sécurité et la confidentialité des données sur les opérations, les référentiels centraux devront s'appuyer sur des systèmes et des contrôles hautement sécurisés en ce qui a trait à la communication et au stockage des données. Les référentiels centraux devront adopter et appliquer des politiques et des procédures rigoureuses destinées à protéger les renseignements personnels et à préserver la confidentialité des données sur les opérations. Ils devront en outre effectuer périodiquement des examens indépendants de la sécurité des systèmes afin de vérifier qu'il n'y a pas eu d'intrusion et qu'il n'existe pas de vulnérabilités, et remettre les rapports d'examen aux organismes de réglementation.

Les référentiels centraux devraient se doter de politiques strictes d'atténuation des risques en ce qui concerne les liens d'accès à leurs données qu'ils accordent à des tiers, pour éviter que des fuites ne se produisent pendant le transfert de données. Il faudrait également établir un cadre de coordination entre les organismes de réglementation des référentiels et les entités qui jouissent d'un lien d'accès.

Les référentiels centraux recevront certaines données qui devront être rendues publiques et d'autres qui seront destinées uniquement aux organismes de réglementation. Ces dernières devront demeurer strictement confidentielles : elles ne devront être ni accessibles ni communiquées, sauf exigence des organismes de réglementation. Un participant au marché n'aura pas l'autorisation d'accéder aux données que lui-même ou la contrepartie à une opération qu'il a conclue n'a pas soumises au référentiel. Les échanges d'information entre les référentiels centraux et les entités d'un même groupe seront strictement interdits et les politiques de

¹⁹ Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 9 et 10, et rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 81 à 84.

²⁰ Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 10 et 11, et rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 18, 78, 79 et 92.

confidentialité devront prévoir des restrictions d'accès aux données confidentielles contenues dans les référentiels centraux ainsi que des normes régissant les personnes associées aux référentiels centraux qui effectuent des opérations pour leur propre compte ou pour le compte d'autrui²¹.

Le Comité redoute les conflits d'intérêts qui pourraient survenir à l'égard des données contenues dans les référentiels et ne permettra leur utilisation qu'à des fins commerciales ou professionnelles dans des circonstances limitées, telles que l'analyse de données non confidentielles globales ou l'analyse confidentielle, pour un participant, de données soumises par lui.

g) Tenue à jour des dossiers²²

Les référentiels centraux de données devraient employer des procédures précises de tenue à jour des dossiers, idéalement en temps réel, qui satisfont aux normes d'actualité de l'information actuellement élaborées à l'échelle internationale. Les référentiels centraux devraient conserver les données déclarées sur une opération sur dérivé pendant tout le cycle de vie de l'opération, puis une période de sept ans à compter de l'expiration ou de la fin de l'opération, dans un lieu sûr et sur un support durable, de manière à pouvoir fournir ces données aux organismes de réglementation dans un délai raisonnable.

h) Normes et procédures de communication²³

Les référentiels centraux de données devraient élaborer des normes de communication uniformes afin d'assurer l'interopérabilité des organismes de réglementation, des référentiels centraux de données et des autres entités composant l'infrastructure de marché. Cela s'inscrit dans la volonté d'uniformiser la déclaration des opérations sur dérivés aux organismes de réglementation et l'information publiée sur ces opérations. À l'international, les organismes de réglementation élaborent actuellement des normes de déclaration et de communication, dont il est question plus en détail sous la rubrique 3.5 ci-après.

2.1 Référentiels centraux de données en tant que participants au marché

Les participants au marché, au sens des lois sur les valeurs mobilières ou les dérivés de chaque province, sont assujettis en vertu de ces lois à diverses normes et à une surveillance réglementaire qui vont dans le sens des lignes directrices relatives aux référentiels centraux de données énoncées ci-dessus. À titre d'exemple, ces lois confèrent aux organismes provinciaux de réglementation du marché le pouvoir d'enquêter sur les participants au marché et d'inspecter leurs dossiers à des fins de contrôle de la conformité, et de prescrire des obligations de tenue de dossiers. Ils pourraient utiliser ce pouvoir pour veiller à ce que les référentiels centraux de données agréés respectent leur règlement intérieur. Par conséquent, le Comité recommande que les lois provinciales sur les valeurs mobilières ou les dérivés soient modifiées au besoin pour inclure les référentiels centraux de données agréés dans la définition de participant au marché²⁴. Ces modifications s'ajouteraient à l'introduction de règlements visant les référentiels centraux de données.

3. Obligations de déclaration

3.1 Quelles opérations doivent être déclarées?

Le Comité recommande qu'au besoin, les organismes provinciaux de réglementation du marché se voient confier, par modification législative, le pouvoir d'exiger la déclaration de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré à un référentiel central de données agréé et qu'ils prennent ensuite un règlement à cet effet²⁵. L'obligation de déclaration devra s'appliquer à l'ensemble des nouvelles opérations sur dérivés ainsi qu'aux événements post-exécution comme, entre autres, la compensation par novation intégrale ou partielle ou le dénouement. Ainsi, les organismes de

²¹ Projet n° 1 de la SEC, note 13, p. 77339, et projet n° 1 de la CFTC, note 13, p. 80909.

²² Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 11.

²³ Ibidem.

²⁴ La définition de participant au marché dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario a été récemment modifiée pour y inclure les référentiels centraux de données désignés sous le terme « répertoire des opérations désigné ». LVMO, note 10, alin. 1(1)k).

²⁵ Des modifications apportées récemment à la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario confèrent à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») le pouvoir d'exiger la déclaration de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré à un référentiel central de données agréé. LVMO, note 10, alin. 143(1)11.

réglementation auront en tout temps accès à de l'information qui leur permettra d'avoir une compréhension globale du marché des dérivés de gré à gré. Les mémoires reçus en réponse au Document de consultation 91-401 étaient généralement favorables à la déclaration de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré. Un intervenant a toutefois fait valoir qu'il ne devrait pas être obligatoire de déclarer les opérations entre intermédiaires non financiers d'une valeur inférieure à un certain seuil²⁶. Le Comité est d'avis qu'une telle dispense de déclaration est incompatible avec l'objectif affirmé de transparence complète et que l'agrégation des données sur les opérations de faible volume relève de la fonction de surveillance des organismes de réglementation. Il est recommandé aux organismes provinciaux de réglementation du marché d'accorder aux participants au marché un délai suffisant après l'introduction des obligations de déclaration pour qu'ils puissent modifier leurs systèmes de manière à les respecter.

a) Déclaration des opérations en cours

Sous réserve de la dispense dont il est question ci-après, les opérations sur dérivés de gré à gré conclues avant la date d'entrée en vigueur des nouvelles règles de déclaration et comportant des obligations contractuelles en cours (les « opérations en cours ») seront également à déclaration obligatoire à un référentiel central de données agréé. Les opérations peuvent être de longue durée, et il est aussi pertinent pour la transparence du marché et la surveillance réglementaire de tenir compte des contrats qui persistent après l'entrée en vigueur des obligations de déclaration que des nouveaux contrats. La valeur notionnelle des opérations sur dérivés de gré à gré actuellement en cours dans le monde est extrêmement élevée, et son importance systémique justifie amplement l'établissement d'une réglementation sur les dérivés de gré à gré. Si les opérations en cours n'étaient pas déclarées, il serait impossible pour les organismes de réglementation d'évaluer le marché des dérivés de gré à gré dans son ensemble et les positions actuelles de ses participants. Néanmoins, le Comité reconnaît que bon nombre de participants au marché sont parties à de nombreuses opérations dont la déclaration pourrait nécessiter des ressources importantes. Par conséquent, le Comité recommande qu'un délai de 180 jours à compter de la date d'entrée en vigueur des obligations de déclaration soit accordé aux participants au marché pour leur permettre de les respecter²⁷. L'information à déclarer sur les opérations en cours devrait inclure les principales modalités financières²⁸ de chaque opération, y compris la date pertinente de l'opération et l'identité des parties au contrat. Il ne sera pas nécessaire de déclarer l'avis d'exécution des opérations en cours. Par ailleurs, toute autre information demandée par l'organisme provincial de réglementation du marché compétent devra être déclarée.

i) Dispense de déclaration des opérations en cours

Le Comité recommande une exception à l'obligation de déclarer toutes les opérations sur dérivés de gré à gré en cours et nouvelles. Il ne sera pas obligatoire de déclarer les opérations en cours qui expirent dans l'année suivant la date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations de déclaration. Cette dispense applicable aux opérations sur le point d'expirer permettra aux participants au marché de concentrer leurs efforts sur la déclaration des opérations représentant des positions qu'ils détiendront par la suite. Les lacunes dans l'information qui résulteront de cette dispense cesseront d'exister dans l'année qui suit la date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations de déclaration, et les organismes de réglementation auront alors une vue d'ensemble de toutes les positions sur le marché.

b) Obligations de conservation des dossiers

Le Comité recommande que les contreparties conservent les dossiers relatifs à toutes les opérations sur dérivés de gré à gré pendant sept ans à compter de la date à laquelle l'opération expire ou prend fin. Ces dossiers devraient être conservés en lieu sûr et sur support électronique

²⁶ Voir le mémoire d'Invesco Trimark (« Invesco ») daté du 14 janvier 2011 à l'intention des ACVM.

²⁷ Cette recommandation va dans le sens du délai de déclaration des opérations sur dérivés en cours proposé par la SEC. Projet de règlement – *Regulation SBSR – Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information*, 75 Fed. Reg. 75208, 75-239 (2 déc. 2010) (le « projet n° 2 de la SEC »), p. 75209. La CFTC a proposé un délai de déclaration plus court suivant lequel les opérations sur dérivés en cours doivent être déclarées dans les 60 jours de la publication d'un règlement définitif ou dans les 360 jours de l'adoption de la Loi Dodd-Frank. *Interim Final Rule for Reporting Pre-Enactment Swap Transactions*, 75 Fed. Reg. 63080, 75-198 (14 oct. 2010), p. 63084.

²⁸ Les principales modalités financières représentent les modalités et les conditions contractuelles de base d'une opération sur dérivés de gré à gré. Elles varient en fonction de la catégorie de dérivés et selon qu'il s'agit d'un dérivé standardisé ou non, mais, dans tous les cas, elles comprennent les contreparties à l'opération, le type d'opération, le sous-jacent, la valeur notionnelle, les dates d'exécution et d'expiration ainsi que divers autres détails relatifs à l'opération. Les principales modalités financières sont exposées en détail sous la rubrique 3.4.

afin qu'ils puissent être fournis aux organismes de réglementation dans un délai raisonnable²⁹. Les renseignements à conserver doivent comprendre tous les documents relatifs aux modalités de l'opération, y compris les avis d'exécution définitifs et toutes les modifications des modalités, de même que toutes les données nécessaires à l'identification et à la valorisation de l'opération. Devront également être conservés les dossiers contenant la date et l'heure d'exécution, les renseignements concernant le prix de l'opération, les détails sur la compensation de l'opération et la partie avec laquelle l'opération a été compensée, le cas échéant. S'agissant de l'obligation de conservation des dossiers sur les opérations déclarées, le groupe de travail conjoint CSPR-OICV s'est exprimé ainsi :

« [TRADUCTION] Il doit être clair que les données enregistrées dans un référentiel central ne sauraient remplacer les dossiers des opérations des contreparties qui en sont à l'origine. Par conséquent, même si des référentiels centraux de données sont établis et utilisés, il importe que les participants au marché conservent leurs propres dossiers sur les opérations auxquelles ils sont parties et les comparent périodiquement à ceux des contreparties à ces opérations ou aux données contenues dans les référentiels centraux (notamment aux fins de leur propre gestion de risques)³⁰. »

Le Comité partage l'avis selon lequel les contreparties devraient conserver leurs propres dossiers séparément et indépendamment des données soumises au référentiel central.

3.2 À qui s'appliquent les obligations de déclaration?

La loi exigera que l'une des contreparties à une opération sur dérivés de gré à gré déclare l'opération et tout événement connexe postérieur à son exécution à un référentiel central de données agréé. Les règles d'attribution de la responsabilité de déclarer l'opération varieront selon la nature des contreparties. Il incombera généralement aux intermédiaires financiers³¹ de déclarer les opérations auxquelles ils sont parties, étant donné qu'ils ont une grande expertise et que, en tant que participants habituels au marché des dérivés de gré à gré, ils disposeront déjà d'une infrastructure et de systèmes automatisés de déclaration. Les obligations de déclaration exposées ci-dessous s'appliqueront à la fois aux opérations en cours qui ne sont pas dispensées de leur application et aux opérations conclues après leur entrée en vigueur.

a) *Opérations entre intermédiaires financiers et intermédiaires non financiers*

L'intermédiaire financier devra déclarer à un référentiel central de données agréé les opérations sur dérivés de gré à gré qu'il conclut avec un intermédiaire non financier. Bien qu'il puisse déléguer cette responsabilité à un tiers, tel qu'une chambre de compensation centrale reconnue (une « contrepartie centrale ») dans le cas d'une opération compensée, l'intermédiaire financier conserve la responsabilité de veiller à ce que l'information sur l'opération soit exacte et déclarée en temps opportun.

b) *Opérations entre intermédiaires financiers*

Les intermédiaires financiers qui concluent une opération sur dérivés doivent décider lequel d'entre eux aura la responsabilité de déclarer l'opération. Bien qu'il puisse déléguer cette responsabilité à un tiers, tel qu'une contrepartie centrale reconnue dans le cas d'une opération compensée, l'intermédiaire financier désigné conserve la responsabilité de veiller à ce que l'information sur l'opération soit exacte et déclarée en temps opportun.

c) *Opérations entre intermédiaires non financiers*

Les intermédiaires non financiers qui concluent une opération sur dérivés doivent décider lequel d'entre eux aura la responsabilité de déclarer l'opération à un référentiel central de données agréé. Bien qu'il puisse déléguer cette responsabilité à un tiers, tel qu'une contrepartie centrale reconnue dans le cas d'une opération compensée, l'intermédiaire non financier désigné conserve la responsabilité de veiller à ce que l'information sur l'opération soit exacte et déclarée en temps opportun.

²⁹ En Ontario, les référentiels centraux de données désignés sont tenus de présenter les dossiers au moment où l'exige la CVMO ou tout membre, employé ou mandataire de celle-ci. LVMO, par. 19(3).

³⁰ Rapport CSPR-OICV n° 1, note 8, p. 1.

³¹ Les ACVM publieront sous peu un document de consultation traitant de l'inscription qui abordera le thème des activités propres aux intermédiaires financiers.

d) Opérations entre contreparties canadiennes et contreparties étrangères

Une contrepartie étrangère peut se charger de déclarer une opération sur dérivés conclue avec une contrepartie canadienne, à condition qu'elle la déclare à un référentiel central de données agréé au Canada ou à un référentiel central de données canadien qui serait établi ainsi qu'il est indiqué à l'alinéa *b* de la rubrique 3.3 ci-après. Si la contrepartie étrangère refuse de déclarer l'opération au référentiel canadien, la contrepartie canadienne devra la déclarer directement ou demander au référentiel étranger de transmettre ces données par voie électronique au référentiel canadien.

3.3 À qui doit-on déclarer les opérations?

Toutes les opérations sur dérivés de gré à gré conclues par une contrepartie canadienne devront être déclarées à un référentiel central de données agréé qui répond aux normes présentées sous la rubrique 2 du présent document. Dès que de l'information sur une opération est transmise à un référentiel central, il importe d'utiliser ce même référentiel tout au long du cycle de vie de l'opération afin de ne pas fragmenter l'information concernant cette opération³².

a) Référentiels centraux de données agréés

Le Comité recommande que tout référentiel central de données qui a l'intention d'exercer des activités à ce titre dans une ou plusieurs provinces du Canada³³ soit agréé par les organismes provinciaux compétents de réglementation du marché, au terme d'un processus de reconnaissance ou de désignation. Au besoin, des modifications législatives devraient être apportées afin de conférer aux organismes provinciaux de réglementation du marché le pouvoir de reconnaître ou de désigner des référentiels centraux de données et d'élaborer des règlements régissant les processus et le fonctionnement de ces entités. L'Ontario a déjà apporté de telles modifications à sa législation en valeurs mobilières³⁴.

Les organismes provinciaux de réglementation du marché fourniront des indications supplémentaires concernant le processus d'agrément à établir dans chaque territoire du Canada par voie de modifications législatives ou de règlements, de politiques ou d'avis.

b) Nécessité d'une solution canadienne

Le marché des dérivés de gré à gré étant de portée mondiale, les opérations y sont souvent conclues entre contreparties de pays différents. Jusqu'à aujourd'hui, les référentiels centraux de données ont été établis en fonction de la catégorie d'actifs plutôt qu'en fonction du territoire. À l'heure actuelle, il existe des référentiels centraux internationaux pour les dérivés de taux d'intérêt, les dérivés sur actions et les dérivés sur défaillance de crédit, et des référentiels pour les dérivés sur marchandises et les dérivés de change sont en chantier³⁵. Toutefois, certains pays ont récemment annoncé leur intention d'établir des référentiels centraux nationaux à catégories multiples d'actifs afin de servir leur marché intérieur³⁶. Sur cette question, les commentaires reçus en réponse au Document de consultation 91-401 étaient partagés, certains intervenants soutenant l'établissement d'un référentiel central canadien³⁷, d'autres privilégiant plutôt un référentiel international³⁸.

Après mûre réflexion, le Comité estime que l'absence d'un système central canadien chargé de collecter et d'agrérer les données sur tous les dérivés canadiens soulève de graves préoccupations, que voici.

³² Si un référentiel central de données met fin à ses activités pendant le cycle de vie d'une opération, les parties à l'opération seraient autorisées à transférer toute information pertinente stockée dans celui-ci à un autre référentiel central.

³³ Tout référentiel central de données qui offre ses services de communication de données, y compris des services d'agrégation de données, à une personne résidant ou inscrite dans une province du Canada serait réputé exercer des activités dans cette province.

³⁴ LVMO, note 10, à l'article 21.2.2

³⁵ Toutefois, ces référentiels internationaux ne fournissent pas les données que requièrent les organismes de réglementation et devront modifier leur fonctionnement et leur gouvernance pour répondre aux critères d'agrément.

³⁶ Certains territoires comme Hong Kong, l'Espagne, le Mexique, l'Inde et peut-être la Corée du Sud projettent d'établir des référentiels centraux de données locaux. Il est à noter que certains de ces référentiels pourraient offrir des services à plusieurs territoires.

³⁷ Voir à ce sujet le mémoire de Fidelity Investments (« Fidelity ») daté du 17 janvier 2011 à l'intention des ACVM.

³⁸ Voir à ce sujet les mémoires suivants à l'intention des ACVM : les mémoires de Canadian Life and Health Insurance Association Inc., de Desjardins et de l'ISDA datés respectivement du 11 janvier 2011, de janvier 2011 et du 14 janvier 2011.

- Il se peut qu'aucun référentiel central international ne convienne à certaines opérations sur dérivés conclues par des contreparties canadiennes³⁹.
- Les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale pourraient ne pas bénéficier d'un accès suffisant aux référentiels centraux étrangers détenant des données sur des opérations concernant des entités canadiennes.
- Il peut exister dans certains territoires des normes de confidentialité ou des barrières juridiques qui empêcheraient un référentiel étranger de transmettre des données aux organismes de réglementation canadiens et à la banque centrale.
- Les demandes d'indemnisation présentées aux référentiels centraux étrangers pourraient empêcher la transmission de l'information aux organismes de réglementation canadiens et à la banque centrale.
- Les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale pourraient ne pas être en mesure de participer efficacement à une surveillance concertée d'un référentiel central réglementé à l'étranger.
- Les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale ne seront probablement pas en mesure d'influer sur le fonctionnement d'un référentiel central étranger.
- Si le référentiel central de données est établi à l'étranger, les autorités canadiennes chargées de l'application de la loi pourraient avoir un accès limité à l'information et obtenir une collaboration limitée.
- La complexité du droit national et international en matière de règlement des différends et d'insolvabilité et les conflits de lois potentiels engendrent de l'incertitude juridique en ce qui a trait aux données stockées dans un référentiel central qui serait déclaré insolvable.
- La définition de normes claires en matière de surveillance internationale concertée des référentiels centraux de données reste à faire.
- L'agrégation des données pourrait poser des difficultés si les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale ont recours à des référentiels centraux de données dont les normes de déclaration ou les plateformes technologiques ne sont pas compatibles.

Par conséquent, le Comité estime qu'il faudrait étudier la possibilité de prescrire l'utilisation d'un référentiel central canadien chargé d'accepter les déclarations d'opérations sur dérivés de gré à gré par les contreparties canadiennes⁴⁰. Cela commanderait probablement de rendre obligatoire la déclaration de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré dont au moins l'une des contreparties est canadienne à un seul référentiel central de données établi au Canada. Le Comité évaluera la possibilité d'adopter une telle obligation ainsi que les différentes options envisageables pour l'établissement d'un référentiel central canadien qui agirait également en tant qu'agrégateur de données⁴¹. Il pourrait s'agir notamment d'un référentiel central qui serait établi par des propriétaires exploitants du secteur, ou encore qui serait un service public conçu pour les organismes provinciaux de réglementation du marché et exploité par ceux-ci, par la voie d'un appel de propositions ou d'une démarche similaire. Si le Comité détermine qu'il convient de prescrire l'utilisation d'un référentiel central de données canadien, celui-ci devra satisfaire aux normes et aux règles exposées dans le présent document de consultation. Dans le cas contraire, le Comité s'attend à ce que la déclaration de données continue de se faire à une pluralité de référentiels situés à l'étranger ou au Canada et à ce que les organismes provinciaux de réglementation du marché aient à créer un agrégateur de données regroupant l'information déclarée, comme il est indiqué à l'alinéa c de la rubrique 3.4 ci-après.

c) Agrément des référentiels centraux de données étrangers

S'il détermine qu'il n'y a pas lieu de rendre obligatoire la déclaration des opérations à un référentiel central canadien, le Comité recommande que l'on autorise la déclaration des opérations à des référentiels centraux de données situés à l'étranger, à condition que ceux-ci aient été agréés par les organismes provinciaux compétents et qu'ils répondent à l'ensemble des exigences applicables à un référentiel central de données canadien. Si l'utilisation d'un référentiel central canadien devient obligatoire, mais que l'établissement d'un tel référentiel n'est pas terminé à l'entrée en vigueur des nouvelles règles de déclaration, il y a lieu de

³⁹ Par exemple, il est possible que certaines opérations libellées en dollars canadiens ou certaines opérations uniques, nouvelles ou hautement spécialisées ne soient pas acceptées par tous les référentiels centraux de données.

⁴⁰ Comme il est indiqué à l'alinéa c de la rubrique 3.3 ci-après, le Comité est d'avis que les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale devront tout de même pouvoir accéder aux données contenues dans les référentiels centraux de données étrangers.

⁴¹ Il est plus amplement question de l'agrégation des données à l'alinéa c de la rubrique 3.4.

permettre provisoirement la déclaration des opérations à des référentiels centraux de données agréés situés à l'étranger. Le Comité n'ignore pas que des référentiels étrangers peuvent être assujettis à une réglementation similaire dans leur territoire et que certains éléments de la réglementation provinciale pourraient donc être redondants. Pour en arriver à une uniformisation internationale, le Comité suit l'évolution des politiques de reconnaissance des référentiels centraux de données dans le monde. Par exemple, la Commission européenne a proposé que les référentiels centraux étrangers soient reconnus s'ils sont assujettis à des normes de supervision équivalentes et que les organismes de réglementation étrangers peuvent y avoir accès⁴². Le Comité recommande une démarche essentiellement similaire, à savoir que les référentiels centraux de données étrangers doivent remplir les conditions suivantes, initialement et en permanence par la suite, pour recevoir l'agrément d'un organisme provincial de réglementation du marché :

1. Le référentiel central est agréé et fait l'objet d'une surveillance efficace dans un pays étranger.
2. L'organisme provincial compétent de réglementation du marché juge que le régime réglementaire du pays étranger est acceptable.
3. Tous les organismes de réglementation compétents nécessitant l'accès au référentiel central ont conclu avec le pays étranger un accord international portant sur l'accès réciproque aux renseignements et l'échange des renseignements nécessaires à l'exercice des fonctions dévolues aux autorités compétentes.
4. Des accords de coopération ont été établis entre les autorités compétentes concernées au Canada et celles du pays tiers pour assurer aux autorités canadiennes (et à leurs représentants) un accès immédiat et continu aux renseignements pertinents et pour prévoir le mécanisme d'échange d'information et la procédure de coordination des activités de surveillance.
5. Le référentiel central de données répond à toutes les exigences applicables à un référentiel central de données canadien.

Même si le Comité détermine que la déclaration des opérations à un référentiel central canadien devrait être obligatoire, il faudra encore que les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale puissent accéder, pour les agréer, aux données concernant certaines opérations sur dérivés liés au marché canadien conclues par des contreparties étrangères dont la déclaration à un référentiel central canadien ne peut être obligatoire. En conséquence, le Comité recommande que les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale prennent des dispositions auprès des référentiels centraux étrangers concernés et, au besoin, des organismes de réglementation étrangers pour s'assurer un accès à de telles données.

Question n° 1 : Si l'utilisation d'un référentiel central de données canadien était prescrite par la loi, faudrait-il confier l'élaboration et l'exploitation d'un tel référentiel à une société privée et, le cas échéant, celui-ci devrait-il être exploité à des fins lucratives ou non, ou faudrait-il laisser les organismes provinciaux de réglementation du marché exercer cette fonction directement?

3.4 Quelle information doit être déclarée?

L'information que déclareront les participants aux référentiels centraux de données permettra aux organismes de réglementation d'évaluer le risque systémique et la stabilité financière, de surveiller le marché et de superviser les participants au marché⁴³. Afin d'atteindre ces objectifs généraux, les référentiels centraux de données devront recueillir de l'information détaillée sur les modalités initiales de chaque opération sur dérivés de gré à gré (y compris toute correction ultérieure d'une erreur ou d'une omission), ainsi qu'à de l'information continue servant à calculer la valeur de marché des opérations au fil du temps.

Comme il est expliqué ci-dessus, le Comité ne s'attend pas à ce que les référentiels centraux internationaux diminuent en nombre. Les organismes de réglementation devront donc examiner des données recueillies de diverses sources. Pour être agrégées efficacement, les données devront être déclarées et stockées uniformément dans tous les territoires et tous les référentiels centraux.

⁴² Proposition du parlement européen et du conseil sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Bruxelles, COM(2010) 484/5 – 2010/0250 (COD), (le « projet de l'UE »), article 63.

⁴³ Conseil de stabilité financière, *Implementing OTC Derivatives Market Reforms: Report of the OTC Derivatives Working Group*, 20 octobre 2010, (le « projet du CSF »), à la p. 47.

Le Comité estime qu'il faut veiller à ce que l'information à fournir à un référentiel agréé au Canada soit conforme aux normes internationales. Une telle uniformisation rendra possible l'échange d'information entre territoires et permettra aux référentiels centraux de remplir les conditions de reconnaissance ou de désignation transfrontalière.

Le CSPR et l'OICV, reconnus comme les organismes internationaux de normalisation pour les marchés des valeurs mobilières et des dérivés, produiront un rapport sur les normes internationales de déclaration des opérations. Afin de déterminer quels renseignements devraient être déclarés aux référentiels centraux pour que les organismes de réglementation puissent s'acquitter de leurs fonctions réglementaires, le CSPR et l'OICV prendront en considération les recommandations formulées par le Data Gaps and Systemic Linkages Group (groupe de travail sur l'insuffisance de données et l'interdépendance systémique) du Conseil de stabilité financière et consulteront le Comité sur le système financier mondial, la BRI et le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC. Selon l'OICV, ce rapport, dont la publication est prévue en juillet 2011 :

« [TRADUCTION] [...] énonce 1) les exigences minimales de déclaration et les normes relatives à la forme et 2) la méthode et la procédure d'agrégation des données à l'échelle mondiale, applicables tant aux participants au marché qui déclarent des opérations aux référentiels centraux de données qu'aux référentiels centraux de données qui publient de l'information à l'intention du public et des organismes de réglementation à des fins de micro-surveillance et de macro-surveillance⁴⁴. »

Les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale prennent part à ces forums internationaux et à l'élaboration des politiques internationales. Ces efforts sont essentiels pour réaliser une uniformisation internationale, et le Comité recommande que les obligations de déclaration canadiennes soient conformes à ces normes internationales.

a) *Identificateurs uniques*

L'élaboration de méthodes universelles, précises et éprouvées pour désigner les participants au marché, les opérations sur dérivés et les types de produits permettra aux organismes de réglementation de surveiller l'ensemble des risques et des activités de négociation d'une entité donnée, d'assurer le suivi des opérations pendant tout leur cycle de vie et de déterminer s'il y a concentration de produits. Le Comité préconise l'élaboration de normes internationales sur l'attribution d'identificateurs uniques servant à faciliter la gestion de l'information relative aux opérations sur dérivés de gré à gré.

Afin de donner aux participants au marché canadien une idée des types de règles que l'on peut s'attendre à voir élaborer à l'international et adopter au Canada, voici un aperçu des obligations de déclaration uniformes modelées sur les règles élaborées aux États-Unis en application de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (la « Loi Dodd-Frank »)⁴⁵. Le Comité est d'avis qu'une version internationalement acceptée des types d'identificateurs mentionnés ci-dessous devrait faire partie des normes internationales à venir.

i) *Identificateur d'entité juridique*⁴⁶

Chaque participant au marché des dérivés devrait se voir attribuer un identificateur unique d'entité juridique établi selon des normes universelles acceptées à l'échelle internationale. Daniel K. Tarullo, membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, a récemment expliqué l'importance de cette forme d'identificateur lors de son témoignage devant le Sénat américain :

« [TRADUCTION] La récente crise financière a clairement mis en évidence la nécessité de créer un mécanisme réglementaire qui permette l'analyse en temps réel d'une multiplicité de marchés financiers afin de déceler avant leur apparition les risques systémiques et les perturbations du marché. Pour qu'une telle analyse soit possible, il ne manque qu'un élément fondamental : des identificateurs d'entité uniques dont

⁴⁴ Mandat du groupe de travail sur la réglementation des dérivés de gré à gré du Comité technique de l'OICV, p. 1 et 2.

⁴⁵ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub.L.III-203, H.R. 4173, alin. 721(a)(47), en ligne sur le site du U.S. Government Printing Office <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf>

⁴⁶ Voir le projet de règlement intitulé *Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements*, 75 Fed. Reg. 76574, 75-235 (8 décembre 2010) (le « projet n° 2 de la CFTC »), à la p. 76589 et le projet n° 2 de la SEC, note 27, à la p. 75221.

les organismes fédéraux de réglementation du secteur financier se serviraient pour échanger et collecter l'information⁴⁷. »

L'élaboration d'un système universellement reconnu d'identificateurs d'entité juridique pose un défi de taille pour les organismes internationaux de réglementation et le secteur des dérivés et constituera la première étape cruciale vers l'instauration d'un système complet de réglementation internationalement harmonisé. Certains représentants du secteur ont entamé une consultation internationale en vue de créer des identificateurs d'entité juridique pour les contreparties aux opérations sur dérivés de gré à gré⁴⁸.

En outre, les organismes de réglementation devront pouvoir examiner des données consolidées sur les opérations conclues par des institutions constituées de plusieurs entreprises et devraient donc avoir la capacité de relier les opérations conclues entre les entités d'un même groupe. La Commodity Futures Trading Commission (la « CFTC ») recommande la constitution d'une base de données de référence sur les liens de parenté entre sociétés, base qui serait confidentielle et à l'usage exclusif des organismes de réglementation nationaux et internationaux⁴⁹. Le Comité recommande que l'ensemble des participants au marché canadien aient l'obligation d'adopter, dès qu'il sera sur pied, un tel système universel répertoriant les liens entre entités ou sociétés d'un même groupe.

ii) *Identificateur de dérivé*⁵⁰

Un identificateur unique devrait être attribué à chaque opération sur dérivé au moment de son exécution. Cet identificateur servirait ensuite à désigner l'opération pendant tout son cycle de vie dans l'ensemble des comptes, dossiers et rapports s'y rattachant. La création et l'attribution des identificateurs d'opérations pourraient être confiées à un fournisseur de services, à une plateforme de négociation reconnue ou inscrite au Canada, à une contrepartie qui est un intermédiaire financier ou à un référentiel central de données.

Afin d'assurer la continuité de l'information, le référentiel central qui reçoit le rapport d'exécution d'une opération sur dérivés devrait demeurer le référentiel de l'opération pendant tout son cycle de vie, y compris en cas de cession. Qu'il ait ou non la responsabilité de créer l'identificateur unique, le référentiel central devrait envoyer à toutes les contreparties et à toute plateforme de négociation ou contrepartie centrale (le cas échéant) un avis les informant qu'il est le référentiel central de données pour telle opération et indiquant l'identificateur de dérivé pour cette opération.

⁴⁷ Daniel K. Tarullo, membre du Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, *Equipping Financial Regulators With the Tools Necessary to Monitor Systemic Risk*, devant le Subcommittee on Security and International Trade and Finance du Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Sénat américain, Washington, D.C., 12 février 2010.

⁴⁸ Cette consultation est menée pour le compte du secteur par l'Association for Financial Markets in Europe (l'« AFME ») et par la Securities Industry and Financial Markets Association (la « SIFMA »).

⁴⁹ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, à la p. 76591 et projet n° 2 de la SEC, note 27, à la p. 75222.

⁵⁰ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, à la p. 76587 et projet n° 2 de la SEC, note 27, à la p. 75221.

iii) Identificateur de produit⁵¹

Pour faciliter l'agrégation de données par produit, un système d'identificateurs uniques de produit établis en fonction du sous-jacent (instrument, indice, actif ou entité) devrait être instauré pour les dérivés de gré à gré. Ces identificateurs de produit pourraient se décliner en identificateur unique pour chaque catégorie générale de dérivés et en identificateurs uniques pour les sous-catégories de chaque catégorie. L'élaboration d'un tel système d'identification nécessitera également l'instauration d'un système de classification international.

iv) Identificateur de pays

Le Comité considère que les identificateurs d'opérations sur dérivés liées au marché canadien devraient aussi être obligatoires, et il suivra et commentera l'évolution de la question à l'échelle internationale dans le but de proposer l'inclusion d'identificateurs de pays dans les normes uniformes qui seraient élaborées. Si leur inclusion devait ne pas se réaliser, le Comité déterminerait s'il est possible de les prescrire pour le marché canadien.

b) Information à déclarer

Les organismes de réglementation doivent avoir accès à des données de différents degrés de précision, allant des statistiques globales aux données propres à une opération en particulier. L'accès à un tel éventail de données facilitera l'évaluation de la concentration du risque de contrepartie pour chacune des catégories de risque et pour le marché en général, de même que la réglementation de l'intégrité du marché⁵². Afin d'atteindre cet objectif, les participants au marché auront l'obligation de communiquer aux référentiels centraux trois catégories de renseignements : les modalités initiales de l'opération sur dérivés de gré à gré (l'information à communiquer à l'exécution), les données relatives aux modifications apportées aux modalités du contrat ou aux positions des contreparties (l'information continue), et les données de valorisation indiquant la valeur de marché à jour des opérations et des positions. Ces catégories sont expliquées ci-dessous.

i) Information à communiquer à l'exécution

Le Comité recommande la communication de deux catégories de données au moment de l'exécution d'une nouvelle opération sur dérivé. La première catégorie concerne les principales modalités financières de l'opération. Les principales modalités financières varient en fonction de la catégorie de dérivé et selon qu'il s'agit d'un dérivé normalisé ou non, mais, dans tous les cas, elles comprennent les contreparties à l'opération, le type d'opération, le sous-jacent, les valeurs notionnelles, le prix, les dates d'exécution et d'expiration ainsi que divers autres détails relatifs à l'opération⁵³. La deuxième catégorie consiste en l'entente juridique intégrale signée par les contreparties, y compris toutes les modalités de l'opération (c'est-à-dire la confirmation juridique). Les données de confirmation devraient être appariées par le référentiel central ou par un service d'appariement lié à celui-ci, par affirmation des contreparties. Comme il est expliqué ci-dessus, des exigences minimales de déclaration et des normes relatives à la forme comprenant notamment les principales modalités financières qu'il est recommandé de communiquer seront élaborées à l'international dans le but d'uniformiser les données communiquées. Ces renseignements serviront à de nombreuses fins, notamment à l'agrégation des données à communiquer en temps réel sur les opérations sur dérivés.

ii) Information continue

La nature de bien des contrats sur dérivés de gré à gré fait que leur valeur et la position des contreparties fluctuent dans le temps. Comme l'exposition au risque d'une contrepartie peut augmenter sensiblement au fil du temps, il est impératif que les organismes de réglementation puissent suivre l'évolution des positions. Pour avoir en tout temps une idée précise des positions sur le marché, les organismes de réglementation devront obtenir de l'information tout au long du cycle de vie des opérations sur dérivés. La nature de l'information et le mode de communication qui convient le mieux varient selon le type d'opération sur dérivé. La CFTC a constaté ce fait et,

⁵¹ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, à la p. 76592.

⁵² Projet du CSF, note 43, à la p. 48.

⁵³ Par exemple, la SEC estime qu'entre 50 et 100 éléments d'information, voire davantage, pourraient entrer dans la description d'un swap sur défaillance classique. Projet n° 2 de la SEC, note 27, à la p. 75213. Voir le projet de règlement intitulé *Real-Time Public Reporting of Swap Transaction Data*, 75 Fed. Reg. 76140, 75-234 (7 décembre 2010) (le « projet n° 3 de la CFTC »), à la p. 76176 (l'« Annexe A ») pour des exemples des principales modalités financières à déclarer pour divers types de dérivés.

selon elle, l'information continue doit être déclarée suivant une approche soit événementielle (*life cycle*), soit synchronique (*snapshot*)⁵⁴.

Selon l'approche événementielle, l'information à fournir relativement à une opération sur dérivés comprend toutes les données nécessaires pour déclarer dans le détail un événement qui entraînerait un changement dans les données transmises précédemment à un référentiel central. Cette approche est recommandée pour les dérivés de crédit et peut convenir aux dérivés sur actions, ces deux formes de dérivés ayant tendance à subir des changements en fonction des événements qui surviennent pendant leur cycle de vie. Le référentiel central de données international pour les dérivés de crédit, la Trade Information Warehouse⁵⁵ de la Depository Trust & Clearing Corporation, a déjà adopté cette approche. L'information à fournir pour ces types de dérivés devrait également comprendre tous les renseignements nécessaires pour déclarer dans le détail un événement prévu ou planifié pendant le cycle de vie du dérivé, mais qui n'aurait pas d'incidence sur les modalités contractuelles du dérivé. Ainsi, l'approche événementielle ne suppose pas la déclaration quotidienne de cette information.

En revanche, l'information à fournir selon l'approche synchronique comprend toutes les données nécessaires pour donner un « instantané » quotidien de l'ensemble des principales modalités financières du dérivé, y compris tout changement par rapport à la veille. L'approche synchronique est recommandée pour tous les autres types de dérivés, dont les dérivés sur taux d'intérêt, sur marchandises et de change, car il serait difficile de déterminer quels événements précis devraient être déclarés du fait de leur très grande variété et de leurs nombreuses sous-catégories⁵⁶. L'approche synchronique permet au référentiel central de tenir des dossiers complets à jour pour ces catégories de dérivés et évite aux contreparties de devoir déterminer quels événements ils doivent déclarer. Le référentiel central de données international pour les dérivés sur taux d'intérêt, TriOptima⁵⁷, a déjà adopté cette approche.

Une norme internationale concernant la meilleure méthode de communication de l'information continue pour chaque catégorie de dérivés est en cours d'élaboration, et le Comité recommande l'adoption des pratiques acceptées internationalement dès qu'elles seront établies.

iii) Données de valorisation

Le Comité recommande que les données nécessaires à la détermination de la valeur de marché d'un dérivé soient communiquées quotidiennement par la partie qui a déclaré l'opération. Cette information comprend les valeurs au prix du marché et tout renseignement relatif aux garanties qui est disponible pour l'ensemble des opérations ainsi que la valeur des marges pour toutes les opérations compensées par contrepartie centrale. Le Conseil de stabilité financière donne des précisions sur la déclaration des données de valorisation et en fait la recommandation dans l'extrait suivant :

« [TRADUCTION] Les référentiels centraux de données devraient collecter des données permettant de surveiller les risques bruts et nets des contreparties, dans la mesure du possible, en ce qui concerne non seulement les volumes notionnels pour chaque contrat, mais aussi la valeur de marché, la valeur du risque avant la garantie, la valeur du risque déduction faite de la garantie et une ventilation complète du risque de crédit. Ces données permettraient de mesurer la concentration du risque de contrepartie à la fois pour chaque catégorie de risque et pour le marché en général⁵⁸. ».

Les données de valorisation permettront aux organismes de réglementation de contrôler l'information à jour concernant les actifs et les passifs des participants au marché et de faciliter la résolution rapide d'une situation attribuable à la défaillance d'une contrepartie. Le Comité recommande que la déclaration des données de valorisation suive les mêmes lignes directrices que celles qui servent à décider quelle contrepartie déclarera une opération sur dérivés de gré à gré, telles qu'elles sont énoncées sous la rubrique 3.2.

⁵⁴ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, à la p. 76577.

⁵⁵ Ce référentiel central de données est exploité par une filiale de la Depository Trust & Clearing Corporation (la « DTCC »), The Warehouse Trust Company, LLC, société inscrite à titre de banque et réglementée en tant que membre de la Réserve fédérale américaine et par le New York State Banking Department. En août 2010, la DTCC a établi un référentiel central de données pour les dérivés sur actions, nommé Equity Derivatives Reporting Repository.

⁵⁶ Rapport n° 2 de la CFTC, note 46, à la p. 76578, invoquant un mémoire de TriOptima adressé à la Commodity Futures Trading Commission, 26 octobre 2010.

⁵⁷ Le référentiel central de données de TriOptima, appelé Global OTC Derivatives Interest Rate Trade Reporting Repository, a été établi en janvier 2010. Il est réglementé par l'autorité suédoise de contrôle financier.

⁵⁸ Rapport du CSF, note 43, à la p. 48.

c) Mise à disposition de données individuelles sur les positions et de données globales aux organismes de réglementation

L'information détaillée et continue sur les opérations sur dérivés qui doit être déclarée aux référentiels centraux et stockée dans ceux-ci permettra aux organismes de réglementation de surveiller les données de marché globales et le risque cumulé des participants au marché. Si l'information déclarée est suffisamment uniforme et complète, il sera possible d'agréger les données concernant chaque opération, de sorte que les organismes de réglementation pourront surveiller l'état du marché des dérivés de gré à gré, à petite et à grande échelles. Les données du marché des dérivés de gré à gré constitueront un outil essentiel pour les organismes de réglementation prudentielle et du marché et les banques centrales. Les organismes de réglementation du marché auront besoin d'information à jour sur les opérations et les positions des contreparties et des intermédiaires ainsi que sur les entités, les secteurs d'activité ou les régions de référence qui sont liés à leur territoire de compétence⁵⁹. L'agrégation de cette information permettra aux organismes de réglementation du marché de surveiller les participants au marché, de détecter les irrégularités sur le marché et de remplir de nombreuses autres fonctions. Les organismes de réglementation prudentielle et les banques centrales auront également besoin de données globales et de certaines données individuelles sur les positions pour l'ensemble du marché canadien des dérivés ainsi que de données sur les opérations sur dérivés de gré à gré des institutions canadiennes, notamment financières, qui sont les sous-jacents ou qui détiennent d'importantes positions sur le marché. Voici des exemples des types de données agrégées qui permettront d'améliorer la surveillance des marchés des dérivés de gré à gré⁶⁰.

- Données notionnelles globales pour l'ensemble des contrats négociés ou réglés en dollars canadiens, y compris une ventilation par entité ou secteur de référence.
- Liste des plus importantes contreparties négociant des contrats libellés en dollars canadiens, avec la position notionnelle globale de chaque contrepartie et la position globale par type de contrat.
- Liste des principales positions de contrepartie pour chacun des plus importants groupes financiers du Canada.
- Données notionnelles globales pour les contrats souscrits sur des sociétés domiciliées au Canada (entités de référence), y compris une liste des plus importantes positions de contrepartie notionnelles globales pour les contrats souscrits sur chaque société.
- Liste des plus importantes positions de contrepartie notionnelles globales dans les cas où le sous-jacent du contrat est une créance du gouvernement du Canada.
- Liste des plus importantes positions de contrepartie notionnelles globales dans les cas où le sous-jacent du contrat est une marchandise.
- Liste des plus importantes positions de contrepartie notionnelles globales dans les cas où le sous-jacent du contrat est une créance de l'un des 10 principaux groupes financiers du Canada.
- Information sur le niveau d'activité général de chacune des banques canadiennes dans chaque catégorie d'actifs.
- Les positions globales de chacune des banques canadiennes dans tels produits d'une catégorie d'actifs donnée.

Les types de données précités sont des exemples de macro-données qui devraient être mises à la disposition des organismes de réglementation prudentielle et du marché et des banques centrales, et leur permettre d'améliorer grandement leur capacité à surveiller le marché des dérivés de gré à gré. Il est clair que la déclaration universelle détaillée des opérations sur dérivés de gré à gré accroîtra considérablement la transparence, ce qui améliorera énormément la surveillance du marché.

Bien que les référentiels centraux seront appelés à agréger les données sur les opérations qui sont en leur possession, les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale devront probablement regrouper les données de plusieurs référentiels centraux afin d'avoir une idée précise des positions du marché dans son ensemble et de ses participants. Comme il est indiqué à l'alinéa *a* de la rubrique 3.3, le Comité a l'intention de se pencher sur l'utilisation d'un

⁵⁹ Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC, *Range of Access to Information stored in The Warehouse Trust LLC* (juin 2010), accessible au http://www.dtcc.com/downloads/products/derivserv/ODRF_guidelines.pdf, à la p. 2.

⁶⁰ Texte adapté d'indications à l'intention de The Warehouse Trust; bien que les indications soient à l'intention de The Warehouse Trust, les principes sur lesquels elles reposent peuvent également s'appliquer à d'autres référentiels centraux internationaux.

référentiel central canadien qui agirait comme agrégateur de données. Un tel référentiel, s'il était établi, recevrait et agrégerait les données relatives à toutes les opérations conclues par des contreparties canadiennes et pourrait agréger toute information pertinente stockée dans les référentiels centraux étrangers. Ainsi qu'il est expliqué dans le Document de consultation 91-401, le Comité est d'avis que, si l'utilisation d'un référentiel central canadien unique n'est pas rendue obligatoire, il pourrait être utile de lancer un appel de propositions pour favoriser la création d'un agrégateur de données qui recueillerait les données auprès de multiples référentiels centraux pour le compte des organismes de réglementation canadiens et la banque centrale⁶¹.

d) Mise à disposition de données au public

Les données sur les opérations recueillies par les référentiels centraux comprendront des renseignements confidentiels qui devraient être accessibles seulement aux organismes de réglementation autorisés, ainsi que de l'information qui devrait être rendue publique. L'information que les référentiels centraux seraient tenus de diffuser publiquement devrait au moins inclure des données globales sur les positions, le volume des opérations et les prix moyens. Les référentiels centraux devraient également fournir de l'information périodique détaillée, actualisée régulièrement et répartie selon les caractéristiques du marché, les contreparties à l'opération et la plateforme de négociation⁶².

Le Comité estime que des données post-négociation anonymes sur les opérations individuelles devraient également être rendues publiques. Une telle transparence post-négociation comporte divers avantages pour le marché des dérivés, notamment la réduction des coûts des opérations ainsi que l'accroissement de la liquidité et de la confiance dans le marché⁶³. Dans leurs mémoires présentés en réponse au Document de consultation 91-401, un certain nombre d'intervenants ont fait valoir que les renseignements rendus publics ne devraient pas inclure le nom des contreparties aux opérations ni les positions des participants au marché; le Comité abonde dans leur sens⁶⁴. Les règlements proposés par la CFTC et la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») imposent la publication des données concernant les modalités, le volume et le prix de toutes les opérations sur dérivés⁶⁵, sauf si les données indiquent les opérations ou les positions d'un participant au marché ou si leur publication compromettrait des secrets commerciaux. Selon les règlements de la CFTC et de la SEC, comme il est indiqué sous la rubrique qui suit, la déclaration devrait être faite en temps réel, lorsqu'il y a lieu. Le Comité recommande que des données anonymes sur les opérations individuelles soient également rendues publiques au Canada dans des délais qui soient appropriés au marché canadien.

3.5 À quel moment faut-il déclarer les opérations?

Pour opérer une surveillance efficace du marché, il est essentiel que les opérations sur dérivés de gré à gré soient déclarées promptement. Les positions sur le marché des dérivés de gré à gré varient régulièrement et le risque peut s'accumuler rapidement. Pour prévenir les abus de marché, les organismes de réglementation doivent être en mesure de surveiller l'activité du marché le plus possible en temps réel. Le Comité considère que la déclaration en temps réel procurerait aux organismes de réglementation la meilleure source de transparence et qu'en définitive, elle devrait être obligatoire au Canada. Parallèlement à leur déclaration en temps réel aux référentiels centraux de données, les données pertinentes seraient rendues publiques, dans la mesure où cela ne nuit pas à la liquidité ou au fonctionnement du marché.

Aux États-Unis, la Loi Dodd-Frank exige que soient déclarées en temps réel les opérations réputées se prêter à ce mode de déclaration, et ce, pour toutes les catégories d'opérations sur dérivés⁶⁶. Dans les faits, les exigences de délai établies en application de la Loi Dodd-Frank

⁶¹ Document de consultation 91-401, note 1, à la p. 36.

⁶² Les données agrégées peuvent par exemple être réparties selon ce qui suit : a) les caractéristiques du marché : monnaie et territoire de l'entité de référence; b) la contrepartie : territoire de la contrepartie (territoire de constitution) et type de participant (p. ex. intermédiaire financier); c) la plateforme de négociation : plateforme de négociation électronique ou non électronique, appariement et confirmation électroniques ou manuels, compensation centrale ou bilatérale, etc. Voir à ce sujet le rapport consultatif du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, intitulé *Principles for financial market infrastructures* (mars 2011) et accessible au <http://www.bis.org/publ/cpss94.htm>.

⁶³ Projet n° 2 de la SEC, note 27, à la p. 75224.

⁶⁴ Voir à ce sujet les mémoires suivants à l'intention des ACVM : le mémoire de Fidelity, le mémoire de Global FX Division of AFME, SIFMA and ASIFMA (« GFXD ») daté du 14 janvier 2011, le mémoire de la Portfolio Management Association of Canada (« PMAC ») daté du 14 janvier 2011, le mémoire de l'Association des banquiers canadiens daté du 14 janvier 2011, le mémoire de TD Asset Management Inc. (« TDAM ») et le mémoire du Mouvement des caisses Desjardins.

⁶⁵ Voir le projet n° 3 de la CFTC, note 53, à la p. 76157 pour des exemples de champs obligatoires et un modèle de déclaration au public.

⁶⁶ Loi des États-Unis intitulée *Commodity Exchange Act*, s.-al. 2(a)(13)(C). Les projets de règlements américains définissent la publication en temps réel comme la déclaration des données sur l'opération sur dérivés, y compris le prix et le volume, dès que la technologie le permet après

varient selon le type de données soumises et la façon dont l'opération est exécutée, mais, dans presque tous les cas, la déclaration doit se faire dans les 30 minutes de l'exécution, la plupart des opérations devant être déclarées en temps réel. La CFTC et la SEC ont publié des propositions détaillées concernant le moment de la déclaration des données de confirmation⁶⁷, les principales modalités financières⁶⁸ et la valorisation⁶⁹. Les participants au marché canadien qui concluent des opérations sur dérivés de gré à gré avec des contreparties américaines seront tenus de se plier à ces exigences une fois qu'elles auront été arrêtées et adoptées aux États-Unis plus tard cette année.

Selon les délais initialement fixés par la Commission européenne, la déclaration des détails d'un contrat dérivé de gré à gré doit se faire au plus tard le jour ouvrable suivant l'exécution, la compensation ou la modification du contrat⁷⁰. Toutefois, un document de consultation publique publié récemment par la Commission européenne au sujet de la *Directive concernant les marchés d'instruments financiers* (la « directive MIF ») indique que divers types d'opérations sur dérivés devront être déclarés aussi rapidement et avec autant de précision que possible⁷¹.

Le Comité est d'avis que la publication en temps réel devrait être l'objectif poursuivi, à condition que les participants au marché soient en mesure d'adopter les moyens technologiques qui permettent ce mode de déclaration. Or, dans certains des mémoires reçus en réponse au Document de consultation 91-401, il est expliqué que les participants au marché ne disposent pas encore nécessairement de la capacité de déclaration en temps réel⁷². Le Comité souhaite recueillir davantage de commentaires sur la capacité des participants au marché canadien de se conformer à une norme de déclaration en temps réel. D'ici à la mise en œuvre de la déclaration en temps réel, le Comité recommande d'exiger la déclaration des opérations au plus tard à la fermeture des bureaux le jour ouvrable suivant leur exécution. Le Comité estime que les obligations de déclaration envisagées sous la présente rubrique accroîtront considérablement la transparence du marché, ce qui permettra aux organismes de réglementation de surveiller efficacement les participants au marché et le risque systémique.

Question n° 2 : Que faut-il aux participants au marché canadien des dérivés pour être capables de déclarer l'information sur les opérations sur dérivés en temps réel et combien de temps leur faudra-t-il pour y parvenir?

Les opérations en bloc : l'exception à la déclaration en temps réel

Le Comité est conscient de l'importance de préserver l'anonymat des contreparties aux opérations sur dérivés de gré à gré. Lorsque la déclaration en temps réel sera obligatoire au Canada, la déclaration publique anonyme de certaines opérations sur dérivés de gré à gré importantes, communément appelées opérations en bloc, pourrait révéler aux participants au marché l'identité de l'une des contreparties, voire des deux. Il pourrait alors être plus difficile et plus coûteux pour les contreparties de couvrir les risques associés à ces opérations du fait que les participants au marché seraient en mesure de prévoir leurs besoins de couverture immédiats et d'ajuster les prix en conséquence⁷³.

En réponse au Document de consultation 91-401, trois intervenants ont dit craindre que l'obligation de déclarer les opérations en bloc en temps réel ne dissuade les parties de fournir de la liquidité et n'augmente les coûts de couverture des risques pour les utilisateurs finaux⁷⁴. Le Comité convient que l'information publiée sur les opérations sur dérivés ne devrait pas permettre d'identifier les parties aux opérations et s'efforce de pondérer les avantages de la transparence post-négociation et les effets préjudiciables que cette information pourrait avoir sur la capacité des participants au marché de couvrir leurs risques. Par conséquent, il pourrait être opportun de retarder la publication des opérations importantes pour éviter d'alerter le marché. Il importe de noter que tous les détails des opérations en bloc resteraient néanmoins à déclarer sans délai à un référentiel central de données et que seule la communication des données au public pourrait être

l'exécution de l'opération. Par « dès que la technologie le permet », on entend dès que possible, compte tenu de l'état de la technologie ainsi que de la mise en œuvre et de l'utilisation des technologies par des participants au marché comparables.

⁶⁷ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, p. 76583, et projet n° 1 de la SEC, note 13, p. 75219.

⁶⁸ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, p. 76582, et projet n° 1 de la SEC, note 13, p. 75219.

⁶⁹ Projet n° 2 de la CFTC, note 46, p. 76585, et projet n° 2 de la SEC, note 27, p. 77329.

⁷⁰ Projet de l'UE, note 42, article 6, paragraphe 1.

⁷¹ Commission européenne, *Révision de la directive sur les marchés d'instruments financiers*, 8 décembre 2010, p. 28.

⁷² Voir, par exemple, les mémoires présentés aux ACVM par Fidelity, GFXD, PMAC et Hunton & Williams LLP en date du 14 janvier 2011.

⁷³ Projet n° 1 de la SEC, note 13, p. 75225.

⁷⁴ Voir les mémoires présentés aux ACVM par l'ACCAP, l'ISDA et Fidelity.

retardée pendant une période déterminée. La Bourse de Montréal exige actuellement un délai maximal de 15 minutes pour la déclaration des opérations en bloc sur certains dérivés inscrits⁷⁵.

Il faudra pousser plus loin l'étude pour déterminer ce qui constitue une opération en bloc dans diverses catégories de dérivés sur le marché canadien. Les facteurs à considérer pourraient comprendre le type d'actif sous-jacent au dérivé, et la taille de l'opération par rapport à celle d'autres opérations semblables ou encore par rapport au volume global pour une catégorie ou un instrument en particulier. Le Comité demande conseil aux participants au marché quant aux seuils et aux délais de publication qui devraient s'appliquer aux opérations en bloc.

À titre d'exemple, pour déterminer si un swap sur défaillance constitue une opération en bloc, la SEC propose les critères suivants :

1. seuil fixe de valeur notionnelle minimale;
2. seuil dynamique de volume sur la valeur notionnelle globale de toutes les opérations de swap sur défaillance exécutées au cours des 30 derniers jours civils;
3. combinaison d'un seuil dynamique de volume et d'un seuil fixe de valeur minimale⁷⁶.

La CFTC propose quant à elle deux critères pour établir la taille minimale appropriée d'une opération en bloc dans d'autres catégories de dérivés. Un critère de répartition serait appliqué pour déterminer quelle valeur notionnelle de swaps présente le plus de liquidité et laquelle en présente le moins. Aux termes des règlements proposés, une opération dont la valeur notionnelle est supérieure à 95 % du volume des opérations de swap d'une catégorie donnée exécutées au cours de l'année civile précédente constituerait une opération en bloc. Le second critère, le multiple de la valeur sociale (*social size multiple test*), permettrait de corriger toute distorsion dans la répartition des opérations qui résulterait d'un manque de volume pour un type de dérivé en particulier. La taille minimale appropriée d'une opération en bloc correspondrait au seuil le plus élevé résultant de l'application de ces critères⁷⁷.

En vertu des projets de règlements de la CFTC, la déclaration de toutes les données sur les opérations qui constituent des opérations en bloc pourrait être retardée de 15 minutes. La SEC propose que toutes les données publiques concernant une opération en bloc, à l'exception de la valeur notionnelle, soient communiquées au public selon les règles normales et que la taille notionnelle totale de l'opération soit publiée après un certain délai⁷⁸. Le Comité prendra ces approches en considération et consultera les participants au marché pour décider du traitement qu'il convient d'appliquer aux opérations en bloc au Canada.

Pour les raisons énoncées ci-dessus, le Comité envisage également de limiter l'information à communiquer au marché sur les opérations importantes en fixant un seuil au-delà duquel il n'est pas obligatoire de déclarer la valeur de l'opération. La CFTC propose que, lorsque le notionnel d'un contrat dépasse un certain seuil, il soit obligatoire de déclarer que le contrat excède le seuil, mais non sa valeur exacte⁷⁹. Selon le règlement de la SEC, la valeur notionnelle devrait être déclarée après un délai de 8 à 26 heures⁸⁰.

Puisque, selon les recommandations du Comité, le délai acceptable pour la déclaration des opérations est actuellement d'un jour ouvrable après l'exécution, il n'est pas nécessaire de prévoir de délai supplémentaire pour les opérations en bloc. Le Comité recommande que, lorsqu'il deviendra obligatoire de déclarer les opérations en temps réel au Canada, un délai soit fixé pour la déclaration des opérations en bloc.

Question n° 3 : Quel serait le seuil approprié pour les opérations en bloc sur le marché canadien?

Question n° 4 : Après quel délai faudrait-il publier les opérations en bloc?

⁷⁵ TMX/Bourse de Montréal, « Procédures relatives à l'exécution d'opérations en bloc », accessible au http://www.m-x.ca/fr/proce_block_trading_fr.pdf.

⁷⁶ Projet n° 2 de la SEC, note 27, p. 75229.

⁷⁷ Projet n° 3 de la CFTC, note 53, p. 76162-3.

⁷⁸ Projet n° 2 de la SEC, note 27, p. 75233.

⁷⁹ La CFTC propose un seuil de 250 millions de dollars pour certaines opérations. Aux termes des projets de règlements, toute opération dont la valeur dépasse ce seuil serait inscrite comme une opération de plus de 250 millions de dollars. Projet n° 3 de la CFTC, note 53, p. 76152

⁸⁰ Projet n° 2 de la SEC, note 27, p. 75233.

Question n° 5 : Serait-il acceptable d'établir un seuil uniforme pour les opérations en bloc sur toutes les catégories d'actifs ou vaudrait-il mieux établir des seuils différents selon les catégories d'actifs? Dans le deuxième cas, quels seraient les seuils appropriés pour chaque catégorie d'actifs?

Question n° 6 : Si des seuils différents doivent être établis selon les catégories d'actifs, et compte tenu des variations inhérentes aux conditions de liquidité, à quelle fréquence ces seuils devraient-ils être réévalués? (En fonction, par exemple, des deux critères proposés par la CFTC?)

4. Accès aux renseignements confidentiels contenus dans les référentiels centraux de données

Pour s'acquitter de leurs obligations de déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré, les participants au marché devront fournir aux référentiels centraux des renseignements sur ces opérations. Certains de ces renseignements seront de nature confidentielle et ne seront pas rendus publics par les référentiels centraux. Le Comité est d'avis que les données conservées par les référentiels centraux, y compris les renseignements confidentiels, devraient être accessibles aux organismes canadiens de réglementation prudentielle et du marché, de même qu'aux organismes de réglementation étrangers compétents, en fonction de leurs responsabilités réglementaires.

4.1 Confidentialité et protection des renseignements personnels

Les obligations de déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré qui seront instituées exigeront que l'une des parties à chaque opération déclare des renseignements confidentiels aux référentiels centraux de données. Dans certains territoires, cela pourrait constituer un manquement à l'obligation de confidentialité si la contrepartie non déclarante n'a pas consenti à la communication des renseignements. De plus, la déclaration de données aux référentiels centraux pourrait contrevenir aux clauses de confidentialité que l'on rencontre souvent dans les modalités des opérations sur dérivés⁸¹. Puisqu'il est obligatoire de déclarer les opérations, il ne faudrait pas considérer la contrepartie qui communique des données sur une opération au référentiel central pour son compte et pour celui de l'autre contrepartie conformément aux obligations de déclaration comme enfreignant des restrictions en matière de communication de l'information. Quiconque conclut une opération sur dérivés de gré à gré devrait savoir que l'opération doit être déclarée et, si nécessaire, donner son consentement à cet égard.

Ces questions touchent aussi les référentiels centraux de données, car ceux-ci devront communiquer aux organismes de réglementation canadiens et internationaux les renseignements confidentiels qu'ils possèdent sur les opérations et pourraient être tenus de diffuser publiquement des données anonymes sur les opérations. Dans certains territoires, cela pourrait également constituer un manquement à leur obligation de confidentialité envers leurs clients.

L'objectif de la déclaration universelle des opérations sur dérivés de gré à gré aux référentiels centraux de données est de permettre aux organismes de réglementation de surveiller et d'analyser les données contenues dans les référentiels centraux ainsi que d'offrir au public une plus grande transparence des cours. Par conséquent, il ne devrait exister aucune obligation légale ou contractuelle empêchant un référentiel central de communiquer de l'information conformément aux nouvelles obligations de déclaration. Les participants au marché des dérivés qui communiquent des données à un référentiel central n'auront aucun droit de propriété, intellectuelle ou autre, à l'égard des données stockées dans le référentiel, mais celui-ci sera tenu aux restrictions dont il est question ci-dessus en matière de confidentialité et devra permettre aux participants d'accéder à ces données sans restrictions indues.

a) Modifications de la législation canadienne pour permettre la déclaration

L'obligation de confidentialité liant les participants aux marchés des dérivés de gré à gré pourrait ne pas cadrer avec le régime de déclaration obligatoire qui s'appliquera à ces instruments. Toutefois, la communication de renseignements confidentiels est permise au Canada si la législation applicable aux parties à l'opération l'exige. Les règles de déclaration créeront une obligation légale de déclaration, mais le Comité recommande que chaque territoire canadien

⁸¹ Toutefois, ces clauses de confidentialité prévoient généralement une exception permettant de communiquer l'information exigée par la loi.

évalue s'il est nécessaire d'adopter des dispositions législatives permettant expressément la communication de renseignements confidentiels aux référentiels centraux et par ceux-ci.

À titre d'exemple, en Ontario, la LVMO a été modifiée à cette fin par l'ajout de la disposition suivante :

154. La divulgation de renseignements à la Commission ou à un répertoire des opérations qui est faite de bonne foi par une personne ou une compagnie qui se conforme ou tente de se conformer au droit ontarien des valeurs mobilières :

- a) ne constitue pas la violation d'une disposition contractuelle à laquelle est assujettie la personne ou la compagnie ou toute autre personne ou compagnie;
- b) ne constitue pas un autre fondement de responsabilité pouvant être invoqué contre la personne ou la compagnie ou toute autre personne ou compagnie. 2010, chap. 26, annexe 18, art. 46⁸².

Cette disposition s'applique à la communication de renseignements confidentiels par les contreparties déclarantes et à la communication de renseignements par les référentiels centraux aux organismes de réglementation. Chaque province devra déterminer s'il est nécessaire d'apporter des modifications législatives semblables en ce qui concerne la déclaration des opérations entre les contreparties et par les référentiels centraux de données.

b) Questions relatives aux contreparties étrangères

La déclaration d'opérations conclues avec une contrepartie étrangère peut constituer une violation de la législation en matière de confidentialité et de protection des renseignements personnels du territoire d'origine de la contrepartie. Cette question est actuellement analysée à l'échelle internationale par les participants au marché, les organismes de réglementation et l'International Swaps and Derivatives Association. Dans les cas où la législation du territoire d'une contrepartie étrangère interdit la communication de renseignements par une personne sans consentement exprès, le secteur pourrait être appelé à formuler une solution.

c) Non-publication des renseignements confidentiels

Comme il est indiqué ailleurs dans le présent document, le Comité est d'avis que les participants au marché devraient avoir le droit de préserver leur anonymat afin de protéger leurs stratégies de négociation et d'autres renseignements exclusifs. Pour cette raison, le Comité recommande que les référentiels centraux de données ne soient pas obligés de rendre publics, en vertu de la législation en matière d'information publique ou autrement, les renseignements qui leur sont communiqués conformément aux obligations de déclaration et qu'ils fournissent aux organismes de réglementation. À cet égard, le Comité recommande que soient apportées à la législation provinciale des modifications semblables à celle qui a été apportée récemment à la LVMO, laquelle s'articule comme suit :

153. Malgré la *Loi sur l'accès à l'information et la protection de la vie privée*, la Commission peut communiquer des renseignements aux entités suivantes, au Canada et ailleurs, et recevoir des renseignements de ces entités, et les renseignements ainsi reçus par la Commission sont dispensés de l'obligation d'être divulgués aux termes de cette loi si la Commission détermine qu'ils devraient conserver leur caractère confidentiel :

1. Les autres organismes de réglementation des valeurs mobilières, de réglementation des produits dérivés ou de réglementation financière.
2. Les bourses.
 - 2.1 Les répertoires des opérations.
 - 2.2 Les agences de compensation.
 - 2.3 Les systèmes de négociation parallèle.
3. Les organismes autonomes et les organismes d'autorégulation.
4. Les organismes d'exécution de la loi.
5. Les organes gouvernementaux et organes de réglementation non visés aux dispositions 1 à 4.
6. Les personnes et les entités, à l'exclusion des employés de la Commission, qui fournissent des services à la Commission. 2002, chap. 18, annexe H, art. 14; 2010, chap. 26, annexe 18, art. 45⁸³.

⁸² LVMO, note 10, article 154.

⁸³ LVMO, note 10, article 153.

Grâce à de telles modifications, la législation en matière d'information publique ne contraindra pas les organismes de réglementation à divulguer des renseignements confidentiels sur les participants au marché.

La poursuite des objectifs de transparence sous-tendant les nouvelles obligations de déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré exigera des ajustements à certaines obligations de confidentialité et à certaines lois en matière d'information publique. La déclaration des données sur les opérations à des référentiels centraux et la communication de l'information aux organismes de réglementation sont des principes fondamentaux du nouveau régime de réglementation des dérivés de gré à gré, et le Comité recommande l'adoption de toute modification nécessaire à la réalisation de ces objectifs.

4.2 Organismes de réglementation canadiens

Le Comité recommande que les référentiels centraux situés au Canada ou à l'étranger fournissent aux organismes de réglementation un accès à toutes les données qu'ils contiennent sur les opérations conclues par les participants au marché canadien et les opérations liées au marché canadien. Cet accès illimité devrait être accordé aux organismes provinciaux de réglementation du marché qui ont compétence sur la contrepartie ou l'entité de référence ainsi qu'aux organismes canadiens de réglementation prudentielle suivant leurs objectifs prudentiels.

4.3 Coopération avec les organismes de réglementation étrangers

Pour honorer les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20, les organismes de réglementation canadiens et la banque centrale ont l'obligation de favoriser l'accès des organismes de réglementation étrangers aux données contenues dans les référentiels centraux canadiens pour les aider à s'acquitter de leurs responsabilités de réglementation et de surveillance⁸⁴. Le Comité recommande que les organismes provinciaux de réglementation du marché et leurs homologues étrangers coordonnent leurs efforts pour s'assurer mutuellement un accès rapide et efficace aux données de marché pertinentes. Les organismes de réglementation étrangers auront l'autorisation d'accéder aux données des référentiels centraux canadiens s'ils ont conclu une convention internationale, comme un protocole d'entente en matière d'échange d'information, avec l'organisme de réglementation canadien compétent ou s'ils sont autorisés à y accéder en vertu de leur législation nationale et qu'ils disposent de politiques appropriées de confidentialité des données. Le Comité recommande l'établissement d'accords de coopération avec les organismes de réglementation des pays étrangers qui ont adopté à l'égard des référentiels centraux de données des cadres juridiques et de surveillance équivalant à ceux qui sont en vigueur au Canada⁸⁵.

5. Conclusion

La déclaration obligatoire des opérations sur dérivés de gré à gré à un référentiel central de données agréé accroîtra la transparence du marché, améliorera grandement la surveillance exercée par les organismes de réglementation et renforcera leur capacité à répondre aux risques et aux manipulations du marché. Sur le plan systémique, en ayant accès à une information suffisante sur une grande variété d'instruments, dont les dérivés de gré à gré, les organismes de réglementation et les banques centrales seront à même de prendre des mesures préventives afin de réduire le risque sur le marché. Les organismes provinciaux de réglementation du marché auront la capacité de surveiller efficacement les opérations, de détecter les abus de marché et d'appliquer la réglementation. Le Comité estime que les propositions énoncées dans le présent document accroîtront non seulement la stabilité du marché des dérivés de gré à gré, mais également l'efficacité du marché.

Le Comité invite le public à lui faire part de ses commentaires sur les propositions présentées dans le présent document au plus tard le XX 2011. Au terme de l'examen des commentaires du public, le Comité mettra au point les lignes directrices définitives sur l'élaboration des règlements et chaque province entreprendra son processus d'élaboration réglementaire.

⁸⁴ Rapport CSPR-OICV n° 2, note 9, p. 10.

⁸⁵ Projet de l'UE, note 42, article 62.

6. Résumé des questions

Question n° 1 : Si un référentiel central de données canadien était prescrit par la loi, faudrait-il en confier l'élaboration et l'exploitation à une société privée et, le cas échéant, devrait-il être exploité à des fins lucratives ou non, ou faudrait-il laisser les organismes provinciaux de réglementation du marché exercer cette fonction directement?

Question n° 2 : Que faut-il aux participants au marché canadien des dérivés pour être capables de déclarer l'information sur les opérations sur dérivés en temps réel et combien de temps leur faudra-t-il pour y parvenir?

Question n° 3 : Quel serait le seuil approprié pour les opérations en bloc sur le marché canadien?

Question n° 4 : Après quel délai faudrait-il publier les opérations en bloc?

Question n° 5 : Serait-il acceptable d'établir un seuil uniforme pour les opérations en bloc sur toutes les catégories d'actifs ou vaudrait-il mieux établir des seuils différents selon les catégories d'actifs? Dans le deuxième cas, quels seraient les seuils appropriés pour chaque catégorie d'actifs?

Question n° 6 : Si des seuils différents doivent être établis selon les catégories d'actifs, et compte tenu des variations inhérentes aux conditions de liquidité, à quelle fréquence ces seuils devraient-ils être réévalués? (En fonction, par exemple, des deux critères proposés par la CFTC?).

Annexe A**Rapport consultatif CSPR-OICV
Principles for Financial Market Infrastructures Consultative Report
(mars 2011)*****Principes applicables aux référentiels centraux de données*****Organisation générale******Principe 1 : Fondement juridique***

Chaque aspect des activités d'une infrastructure du marché financier devrait avoir un fondement juridique bien établi, clair, transparent et exécutoire dans tous les territoires concernés.

Principe 2 : Gouvernance

Une infrastructure du marché financier devrait comporter des mécanismes de gouvernance clairs et transparents qui assurent sa sécurité et son efficacité et qui soutiennent la stabilité du système financier dans son ensemble et d'autres éléments d'intérêt public pertinents, ainsi que la poursuite des objectifs des parties intéressées.

Principe 3 : Cadre de gestion globale des risques

Une infrastructure du marché financier devrait s'appuyer sur un cadre solide de gestion globale des risques, notamment les risques d'ordre juridique et opérationnel et les risques de crédit et d'illiquidité.

Gestion du risque économique général et du risque opérationnel***Principe 15 : Risque économique général***

Une infrastructure du marché financier devrait définir, surveiller et gérer son risque économique général et détenir suffisamment d'actifs liquides nets financés par ses capitaux propres pour couvrir ses pertes économiques générales éventuelles de manière à pouvoir assurer la continuité de ses services. La valeur de ces actifs liquides devrait en tout temps suffire pour permettre la cessation ordonnée ou la réorganisation de ses activités et services essentiels sur une période appropriée.

Principe 17 : Risque opérationnel

Une infrastructure du marché financier devrait définir tous les risques opérationnels plausibles, de source interne aussi bien que de source externe, et réduire leur incidence au minimum par la mise en œuvre de systèmes, de contrôles et de procédures appropriés. Les systèmes devraient garantir un haut niveau de sécurité et de fiabilité opérationnelle et posséder une capacité adéquate et extensible. Les plans de continuité des activités de l'infrastructure du marché financier devraient viser à lui permettre de reprendre ses activités rapidement et de remplir ses obligations, même en cas d'interruption généralisée.

Accès***Principe 18 : Critères d'accès et de participation***

Une infrastructure du marché financier devrait établir des critères de participation objectifs et fondés sur le risque qui assurent un accès équitable et libre, et communiquer ces critères publiquement.

Principe 19 : Accords de participation par paliers

Une infrastructure du marché financier devrait, dans la mesure du possible, définir, comprendre et gérer les risques auxquels l'exposent les accords de participation par paliers.

* Le texte qui suit est une traduction libre de passages tirés de ce rapport.

Principe 20 : Liens de l'infrastructure du marché financier

Une infrastructure du marché financier qui établit des liens avec une ou plusieurs autres infrastructures du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques associés à ces liens.

Efficiences*Principe 21 : Efficience et efficacité*

Une infrastructure du marché financier devrait répondre de façon efficiente et efficace aux besoins de ses participants et des marchés qu'elle sert.

Principe 22 : Procédures et normes de communication

Une infrastructure du marché financier devrait suivre les procédures et les normes de communication internationalement reconnues pertinentes en vue de favoriser l'efficacité des enregistrements, des paiements, des compensations et des règlements entre les différents systèmes.

Transparence*Principe 23 : Communication des règlements et des procédures*

Une infrastructure du marché financier devrait disposer de règlements et de procédures clairs et complets et fournir aux participants suffisamment d'information pour leur permettre de bien comprendre les risques auxquels ils s'exposent en l'utilisant. Tous les règlements pertinents et toutes les procédures clés devraient être rendus publics.

Principe 24 : Communication des données de marché

Un référentiel central de données devrait fournir aux autorités compétentes et au public des données exactes et à jour qui répondent à leurs besoins respectifs.

Canadian Securities Administrators
CSA Consultation Paper 91-402
Derivatives: Trade Repositories

Canadian Securities Administrators Derivatives Committee
June 23rd, 2011

CSA Consultation Paper 91-402 – Derivatives: *Trade Repositories*

On November 2, 2010 the Canadian Securities Administrators Derivatives Committee (the “Committee”) published *Consultation Paper 91-401 on Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada* (“Consultation Paper 91-401”).¹ This public consultation paper addressed regulation of the over-the-counter (“OTC”) derivatives market and presented high level proposals for the regulation of OTC derivatives. The Committee sought input from the public with respect to the proposals and eighteen comment letters were received from interested parties.² The Committee has continued to contribute to and follow international regulatory proposals and legislative developments, and collaborate with other Canadian regulators³, the central bank and market participants. This public consultation paper, one in a series of eight papers that build on the regulatory proposals contained in Consultation Paper 91-401, provides a framework for proposed rules for the reporting of OTC derivatives transactions and the operation of trade repositories.

OTC derivatives are traded in a truly global marketplace and effective regulation can only be achieved through an internationally coordinated and comprehensive regulatory effort. The Committee is committed to working with foreign regulators to develop rules that adhere to internationally accepted standards. As there are currently no mandatory requirements for Canadian market participants to report their OTC derivative transactions and positions, Canadian regulators and the central bank do not have access to a range of relevant data regarding the size and composition of the Canadian OTC derivatives market, the activities of Canadian market participants and “Canadian referenced derivatives”⁴ entered into by foreign participants.

The Canadian OTC derivatives market comprises a relatively small share of the global market with the majority of transactions involving Canadian market participants being entered into with foreign counterparties.⁵ It is therefore crucial that rules developed for the Canadian market accord with international practice to ensure that Canadian market participants have full access to the international market and are regulated in accordance with international principles. The Committee will continue to monitor and contribute to the development of international standards and specifically review proposals on industry standards relating to trade repositories to harmonize the Canadian approach with international efforts.

Executive Summary

The reporting of OTC derivative transaction data to trade repositories will greatly improve market transparency and is one of the most important components of derivative market reform. The following is a summary of the Committee’s key recommendations for trade repositories contained in this consultation report:

1. Trade Repository Requirements

a) In order to operate in Canada, trade repositories should be required to meet the internationally accepted governance and operational standards recommended by the Committee on Payment and Settlement Systems (“CPSS”) and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (“IOSCO”) including standards relating to legal framework, governance, market transparency and data availability, operational reliability, access and participation, safeguarding of data, timely recordkeeping and communication procedures and standards.

¹ Report available at http://www.osc.gov.on.ca/en/NewsEvents_nr_20101102_csa-rfc-derivatives.htm (“Consultation Paper 91-401”).

² Comment letters publicly available at <http://www.osc.gov.on.ca/en/30430.htm> and <http://www.lautorite.qc.ca/en/regulation-derivatives-markets-qc.html>.

³ When referred to in this Consultation Paper, Canadian regulators include market and prudential regulators.

⁴ “Canadian referenced derivatives” include derivatives transactions that reference a Canadian underlying asset (e.g. equity, bond or commodity) or market variable (e.g. interest rate, credit risk, exchange rate or stock index) and transactions that are denominated in Canadian dollars.

⁵ As of December 2009, the outstanding notional value of the OTC Derivative activities by the six major Canadian banks, based on an informal survey they conducted through the Industry Advisory Group (“IAG”), was US \$10.1 Trillion which is less than 2% of all OTC transactions. 78% of the counterparties that the six major Canadian banks transacted with were non-Canadian. Industry Advisory Group for OTC Derivatives, “Policy Paper: Developments in the Canadian Over-the-Counter Derivatives Markets” at 7 and 8.

- b) The boards of directors of trade repositories should be composed of individuals with an appropriate diversity of relevant skills and experience and include appropriate independent representation.
- c) All trade repositories should appoint a chief compliance officer responsible for reviewing compliance with applicable legislation, identifying and resolving conflicts of interest and completing and certifying an annual compliance report.
- d) Trade repositories should have robust operational risk management capabilities including back-up systems that can resume operations within two hours of any disruption.
- e) Trade repositories should provide fair and open access to market participants and be required to accept all trades for each asset class for which the trade repository accepts data.
- f) Trade repositories should safeguard confidential data and prevent any data use that could represent a conflict of interest.
- g) Canadian provincial securities and derivatives laws should, where necessary, be amended to include approved trade repositories in the definition of *market participant*.

2. Reporting Requirements

a) Transactions Required to be Reported

- i) Canadian provincial securities and derivatives laws should, where necessary, be amended to permit mandating the reporting of all OTC derivatives transactions to an approved trade repository and provincial market regulators should mandate such reporting.
- ii) Pre-existing OTC derivative transactions should be reported to an approved trade repository within 180 days from the effective date of the new reporting rules.
 - o Pre-existing transactions terminating or expiring within one year of the effective date of the new reporting rules should be exempted from reporting requirements.
- iii) Records for all OTC derivative transactions should be retained by each counterparty and the relevant trade repository for a period of seven years from the date the transaction terminates or expires.

b) Reporting Obligations

- i) One counterparty to each OTC derivative transaction should be required to report the transaction and any related post execution events to an approved trade repository.
- ii) Transaction reporting obligations should be determined based on counterparty type, and delegation of reporting to a third-party service provider including a central counterparty clearing house should be permitted.
 - o Financial intermediaries should bear the reporting onus in transactions with end users.
 - o Transaction counterparties should be permitted to elect the reporting party for transactions between two financial intermediaries or two end users.
 - o A foreign counterparty may assume reporting obligations provided that the transaction is reported to a trade repository approved in Canada.

c) Reporting to Approved Trade Repository

- i) All OTC derivative transactions entered into by a Canadian counterparty should be reported to an approved trade repository.

ii) Any trade repository that intends to carry on business in one or more Canadian province should be approved by the applicable provincial market regulator through a recognition or designation process.

iii) Canadian provincial securities and derivative laws should be amended, where necessary, to create an approval process for the recognition or designation of trade repositories and to facilitate the development of rules for their operation.

d) Mandating a Canadian Trade Repository

i) Mandating the use of a Canadian-based (or domiciled) trade repository by Canadian OTC derivative transaction counterparties should be studied. The Committee will investigate the feasibility of adopting a mandate and options for developing a Canadian trade repository.

ii) Reporting to a foreign-based trade repository that has been approved by provincial market regulators and meets all the requirements applicable to a Canadian trade repository should be acceptable until a Canadian trade repository is operational or if the mandating of such a repository is rejected by market regulators.

e) Information Required to be Reported

i) OTC derivative transaction data should be reported in accordance with international standards for data reporting.

ii) Unique identifiers for legal entities, transactions, product types as well as country specific identifiers should be developed in accordance with international standards and reported for each OTC derivative transaction.

iii) Initial transaction data including the principle economic terms and the full executed legal agreement entered into between the counterparties should be reported for all OTC derivative transactions.

iv) Continuation data should be reported throughout life of an OTC derivative transaction including valuation data and snapshot or lifecycle data depending on the class of OTC derivative.

f) Availability of Information to Regulators

i) Trade repositories should provide transaction level, position level and aggregated data to Canadian and acceptable foreign regulators and central banks in accordance with their regulatory duties.

ii) A data aggregator should be developed to assist Canadian regulators and the central bank in the collection and aggregation of trade data from multiple trade repositories (located domestically or internationally) if a Canadian trade repository with aggregation functionality is not developed.

g) Availability of Information to Public

Trade repositories should make available to the public aggregate data, including information on positions, transaction volumes and average prices. Anonymous post-trade transaction level data should also be made public provided that it would not be detrimental to market liquidity or function.

h) Timing of Reporting

i) Transaction reporting to trade repositories should be done in real time once feasible for Canadian market participants and within one business day until real time reporting is implemented.

ii) Once real time reporting is implemented, large trades meeting a to-be-determined block trade threshold should be subject to a delayed reporting requirement in order to preserve the anonymity of market participants and ensure that there is no detrimental impact on market liquidity or function.

3. Access to Confidential Trade Repository Information

a) Provincial market regulators from each jurisdiction should consider whether it is necessary to enact legislation that expressly permits the disclosure of confidential information to and by trade repositories.

b) Amendments to legislation should be enacted to ensure that confidential trade repository data is not made publicly available pursuant to public disclosure laws.

c) Canadian regulators and the central bank should establish cooperation agreements with foreign jurisdictions that have equivalent legal and supervisory frameworks to facilitate cross border access to trade repository data. Canadian regulators and the central bank should have access to all trade repository data regarding Canadian counterparties or Canadian referenced derivatives.

Comments and Submissions

The Committee invites participants to provide input on the issues outlined in this public consultation paper. You may provide written comments in hard copy or electronic form. The comment period expires September 12th, 2011.

The Committee will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) and the Ontario Securities Commission (www.osc.gov.on.ca).

Please address your comments to each of the following:

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

Please send your comments only to the following addresses. Your comments will be forwarded to the remaining jurisdictions:

John Stevenson, Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto, Ontario
 M5H 3S8
 Fax: (416) 593-2318
 e-mail: jstevenson@osc.gov.on.ca

M^c Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal, Québec
 H4Z 1G3
 Fax : (514) 864-6381
 e-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Questions

Please refer your questions to any of:

Derek West
Director, Centre of Excellence for Derivatives
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Kevin Fine
Director, Derivatives Unit
Ontario Securities Commission
416-593-8109
kfine@osc.gov.on.ca

Doug Brown
General Counsel and Director
Manitoba Securities Commission
204-945-0605
doug.brown@gov.mb.ca

Barbara Shourounis
Director, Securities Division
Saskatchewan Financial Services Commission
306-787-5842
barbara.shourounis@gov.sk.ca

Michael Brady
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
604-899-6561
mbrady@bcsc.bc.ca

Debra MacIntyre
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403-297-2134
debra.macintyre@asc.ca

Wendy Morgan
Legal Counsel
New Brunswick Securities Commission
506-643-7202
wendy.Morgan@gnb.ca

1. Introduction

Trade repositories, and the related availability and transparency of transaction and aggregate market data information for market and prudential regulators, central banks and the public, are one of the most important components of OTC derivatives regulatory reform.

The recent financial crisis highlighted a severe lack of price transparency and aggregate market data in OTC derivatives markets. This lack of transparency made it difficult for regulators around the globe to oversee these markets. The opaque nature of the global OTC derivatives market contributed to the loss of market confidence during the financial crisis. The lack of transparency also allowed certain market participants to build up extremely large OTC derivative exposures and created a systemic crisis requiring foreign governments to intervene with public resources. Although OTC derivatives did not have as large an impact on the Canadian market during the global financial crisis as they did on some other G-20 nations, Canadian institutions were not isolated due to the global nature of the financial markets. Canada's compliance with its G-20 commitments will require the development of a comprehensive framework for regulation of the OTC derivatives market.⁶ This new framework will improve upon Canada's ability to fairly and efficiently regulate its derivatives markets.

The G-20 has made transparency of the OTC derivatives market one of the central pillars of reform and agreed that all OTC derivative transactions should be reported to trade repositories.⁷ A trade repository is a centralized facility where OTC derivative transaction data is collected and stored electronically, providing regulators and, for some of this information, the public with a central source of transaction and position data for a given OTC derivatives market. It collects data, derived from centrally cleared or bilateral transactions as reported by parties to a transaction.

Trade repositories support transparency by making transactional and aggregated data available to relevant regulatory authorities on a routine basis and by request. In order to assess potential risks in the Canadian derivatives market, regulators must have access to aggregate and transaction level data for all Canadian entities participating in derivatives transactions and on Canadian referenced derivatives. Timely access to data collected by trade repositories will enable Canadian regulators and the central bank to monitor systemic risk exposures of market participants, detect market abuse, and assist in the performance of systemic risk analysis on these markets. It will also increase transparency of the OTC derivatives market, reducing information imbalances through the public dissemination of appropriate data including aggregate data on open positions and trading volumes on a periodic basis.

The internationally coordinated effort to have OTC derivatives transactions reported to trade repositories is key to ensuring that regulators are in possession of the information necessary to effectively monitor the OTC derivatives market. This consultation paper will describe the framework of rules and policies recommended by the Committee to govern reporting of OTC derivatives transactions and the operation of trade repositories. Each proposed rule is intended to strengthen the Canadian and international OTC derivative market through increased transparency without unduly burdening market participants.

The Committee encourages market participants and the public to submit comment letters addressing any issues or questions raised by this consultation paper.

2. Trade Repository Governance and Operational Guidelines

Trade repositories will provide a vital source of transparency in the OTC derivatives market to regulators and, in a more limited way, to the public. Regulators will rely on accurate and timely information to monitor systemic risk and market abuse. In order to fulfill this crucial role, trade repositories will need to possess sound operational capacity

⁶ "Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit" (September 24-25, 2009) and "The G-20 Toronto Summit Declaration" (June 26-27, 2010) available at http://www.g20.org/pub_communiques.aspx

⁷ *Ibid.*

and effective governance. Therefore, robust initial and ongoing standards for trade repositories are necessary, including rules that establish the criteria and procedures for regulatory approval, governance, record keeping requirements, and privacy and confidentiality requirements. A consultative report outlining guidelines for such rules was published in May 2010 by a working group jointly established by CPSS and the Technical Committee of IOSCO entitled *Considerations for trade repositories*.⁸ This working group also recently published another report that is applicable to trade repositories entitled *Principles for financial market infrastructures*.⁹ This report contains a comprehensive set of principles for financial market infrastructures and those that apply to trade repositories have been included in Appendix A to this consultation paper. The CPSS IOSCO working group intends to publish a final report on the topic in early 2012. The Committee supports the recommendations contained in these two reports and will rely on them (as well as the final CPSS IOSCO report) in developing rules for the Canadian market. In order for an OTC derivatives trade repository to be approved¹⁰ by provincial market regulators, the Committee recommends that the following standards be met and serve as ongoing requirements:

(a) Legal Framework¹¹

Trade repositories should be required to possess a clearly defined legal framework and their rules, procedures and contractual arrangements should be supported by the laws and regulations applicable to them. The rights of all participants, owners and regulators that use the information of a trade repository should be clearly stated and its governing rules and procedures made public. Those rules and procedures and related contractual requirements should provide certainty on service levels, rights to access, protection of confidential information and intellectual property rights and operational reliability. The status of the records in the repository, and whether they are the legal contracts of record, should also be clearly established.

(b) Governance¹²

Due to the central transparency role of trade repositories, good governance that promotes the interests of stakeholders and the public will be essential. Each trade repository must establish a robust governance regime that will ensure effective risk management and provide adequate internal controls over the confidentiality of information held by the repository. Trade repository governance frameworks and operating procedures should outline lines of responsibility and accountability and be made available to stakeholders and regulators, and at a more general level to the public. Trade repositories must effectively balance their commercial interests with their public role as a central storage facility of secure data. It is crucial that each trade repository adopt procedures to identify and prevent potential conflicts of interest particularly in cases where derivative market participants will have ownership interests in a trade repository.

Furthermore, policies should be implemented to ensure commercial end-users are represented in the governance arrangements. The Committee believes that trade repository boards of directors should be composed of individuals with an appropriate diversity of relevant skills and experience and that the board of directors include appropriate independent representation.

The Committee recommends that all trade repositories be required to appoint a chief compliance officer with responsibilities including reviewing compliance with applicable legislation or rules, identifying and resolving conflicts of interest and completing and

⁸ The Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions' consultative report entitled *Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets* (May 2010) ("CPSS IOSCO #1") available at <http://www.bis.org/publ/cpss90.pdf>.

⁹ The Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions' consultative report entitled *Principles for financial market infrastructures* (March 2011) ("CPSS IOSCO #2") available at <http://www.bis.org/publ/cpss94.htm>.

¹⁰ Approvals will be determined, depending on the province through designation or recognition. For example see the Ontario Securities Act, *Securities Act*, R.S.O. 1990, c.S.5. ("OSA") at S. 21.2.2.

¹¹ The standards outlined in the following sections are based on those in the two CPSS IOSCO reports referenced above. Each subsection will include a footnote identifying the related sections from the reports. The recommended standards for trade repository legal frameworks can be found at CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 7 and CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 19-23.

¹² CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 9-10 and CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 23-27.

certifying an annual compliance report.¹³ These rules are intended to ensure that trade repositories have a dedicated individual or department charged with maintaining compliance.¹⁴

(c) Market Transparency and Data Availability¹⁵

Trade repositories should provide effective and appropriate disclosure of data to regulators and the public. Regulators will need to have the ability in a timely manner to access information electronically on individual transactions and market participants once such data is submitted to the trade repositories. The repository should also have processes in place to deal with information sharing requests from Canadian and international market and prudential regulators and central banks.

Trade repositories should require that transaction information be reported in an accessible format that conforms to regulatory expectations and international standards or have the capability to convert submitted data into such a format. Trade repositories should also make public, aggregate transaction data on positions and volumes on a periodic basis with additional subset information breakdowns where appropriate. However, information made public by trade repositories should not identify counterparties to specific transactions or otherwise indirectly disclose to the public confidential data regarding derivative counterparties or their positions. Furthermore, to ensure a level playing field for all market participants, it is essential that information not be provided to any market participants on a preferential basis.

(d) Operational Reliability¹⁶

The failure of a trade repository to perform as expected could have a significant disruptive effect on the OTC derivatives markets for which it is a source of information. Trade repositories should take steps to manage operational risks including risks to data integrity, data security, business continuity and capacity and performance management. Operational risks should be minimized through approved risk management policies, procedures and control systems that identify and manage risks, including regular independent reviews of system integrity¹⁷ and vulnerability assessment focusing on security and confidentiality issues. Business continuity plans, including clear emergency procedures and comprehensive backup facilities and recovery plans, will need to be developed to allow for the timely recovery of information in the event of a disruption. Procedures should include regular testing of backup resources to ensure they are sufficient to facilitate continuity in the event of a disruption and back-up systems that have the capability to resume operations within two hours of any disruptions.¹⁸ In the event of an emergency disruption relevant domestic regulators should receive prompt notification and be debriefed on the resolution of the disruption. It is crucial that trade repositories adopt sustainable business models to make certain that no disruptions to information flows are caused by financial difficulties or a disorderly wind down. General business risks should be monitored and addressed to ensure that each trade repository is in a stable and solvent financial position.

(e) Access and Participation¹⁹

Repositories should be required to adopt publicly disclosed requirements for access and participation. The legal requirement that all OTC derivative transactions be reported to trade repositories creates a situation whereby a repository may be in a position to influence a party's ability to participate in the OTC derivatives market. Trade repositories should not adopt any policies or take any actions that constitute an unreasonable restraint on trade, impose material anticompetitive burdens on any market

¹³ This is consistent with Commodity Futures Trading Commission ("CFTC") and Securities and Exchange Commission ("SEC") proposed rules. See Proposed Rule – Swap Data Repositories, 75 Fed. Reg. 80898, 75-246, (Dec. 8, 2010) ("CFTC #1") at 80912 and Proposed Rule – Security-Based Swap Data Repository Registration, Duties, and Core Principles, 75 Fed. Reg. 77306, 75-237 (Dec. 10, 2010) ("SEC #1") at 77341.

¹⁴ Chief compliance officer requirements and application will require further ongoing development.

¹⁵ CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 7-8 and CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 81-84, 98-100 and 107.

¹⁶ CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 8 and CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 70-81.

¹⁷ For an example of a system review requirement see *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (November 2, 2001, as amended) at Section 12.2.

¹⁸ This is consistent with CPSS IOSCO recommendations, see CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at p. 76.

¹⁹ CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 9-10 and CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 81-84.

participants or unreasonably prohibit, condition or limit access to its services. Examples of prohibited practices include product or service tying, employing contracts with non-compete and exclusivity clauses, overly restrictive terms of use, or anticompetitive price discrimination. Trade repositories should be required to provide broad access to market participants and ensure that all market participants in a given asset class have access to a trade repository. Therefore, trade repositories that accept derivative data for a particular asset class will be required to accept data for all OTC derivative transactions of that class. Access to a trade repository should only be denied if accepting data from a party would create risks to the security or functioning of the repository.

In addition trade repositories should be cost effective and efficient in the provision of services and provide market participants with information to enable them to assess the risks and costs associated with using a trade repository.

(f) Safeguarding of data²⁰

As a result of the universal reporting of OTC derivatives transactions, trade repositories will be in possession of large amounts of confidential data. All transaction data submitted to trade repositories should be protected from corruption, loss, leakage, unauthorized access and other processing risks. To ensure the safety and confidentiality of transaction information, trade repositories will require highly secure systems and controls regarding the communication and storing of data. Trade repositories will be required to implement and enforce strict policies and procedures to protect privacy and confidentiality of trade data and will be required to conduct periodic independent reviews of system security, to ensure that no breaches have occurred and no vulnerabilities exist, with copies of the review reports being provided to regulators.

Trade repositories should have robust risk mitigation policies regarding links of their data to third parties in order to ensure that no leaks occur during data transfer. A framework for coordination between the regulators of the repository and the linked entities should also be established.

Trade repositories will receive certain data that will be required to be disseminated to the public and other data intended only for use by regulators. Non-public data intended for use only by regulators should be held strictly confidential and not be accessed or disclosed except as required by regulators. Market participants will be prohibited from accessing a trade repository's data unless the data was originally submitted by the accessing party or the accessing party is the non-reporting counterparty to the submitted trade. Information sharing by trade repositories with affiliated entities will be strictly prohibited and confidentiality policies should include limitations to access of confidential trade repository data, and standards pertaining to persons associated with the trade repository trading for their personal benefit or the benefit of others.²¹

The Committee is concerned with potential conflicts of interest with respect to trade repositories' data and will only permit its use for commercial or business purposes in limited circumstance such as providing aggregate non-confidential data analysis or confidential analysis of a participant's submitted data for that participant.

(g) Timely Recordkeeping²²

Trade repositories should employ timely and accurate record keeping procedures ideally in real time, that adhere to timeliness standards which are currently being developed at the international level. Trade repositories should maintain reported derivative data throughout the life of each reported transaction and for seven years from the date that the transaction expires or terminates in a safe location and durable form and in a manner that permits it to be provided to regulators in a reasonable period of time.

²⁰ CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 10-11 and CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 18, 78-79 and 92.

²¹ SEC #1, *supra* note 13, at 77339 and CFTC #1, *supra* note 13, at 80909.

²² CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 11.

*(h) Communication procedures and standards*²³

Consistent communication standards should be developed among trade repositories to enable efficient interoperability with regulators and other trade repositories and market infrastructure entities. This will assist in the goal of consistent regulatory reporting and publication of derivative transaction information. Reporting and communication standards are being developed at the international level and will be discussed in greater detail in Section 3.5 below.

2.1 Trade Repositories as Market Participants

Market participants, as defined in each province's securities or derivatives legislation, are subject to a range of standards and market regulator oversight under provincial securities and derivatives laws that accord with and promote the trade repository guidelines described above. For example, provincial market regulators are granted powers to investigate and examine the records of or perform compliance reviews of market participants and prescribe record keeping requirements. These powers would allow provincial market regulators to ensure that approved trade repositories are compliant with the rules governing their operation and therefore the Committee recommends that, where necessary, provincial securities or derivatives legislation be amended to include approved trade repositories in the definition of market participant.²⁴ This would be in addition to the specific rules for trade repositories.

3. Reporting Requirements

3.1 What Transactions Must Be Reported?

The Committee recommends that, where necessary, legislative changes be enacted to enable provincial market regulators to require the reporting of all OTC derivative transactions to an approved trade repository and for provincial market regulators to then enact such a rule.²⁵ This requirement includes all newly executed derivatives as well as post execution events such as, but not limited to, full or partial novations or unwinds. This requirement will address the goal that regulators, at all times, have access to information that provides a complete and comprehensive understanding of the OTC derivatives market. The comment letters to Consultation Paper 91-401 received generally endorsed the reporting of all OTC derivative transactions. However, one comment letter suggested that transactions among non-financial intermediaries below a certain threshold should not be required to be reported.²⁶ It is the view of the Committee that threshold exemptions do not accord with the stated goal of full transparency and that an aggregation of smaller transactions is relevant to the oversight role of regulators. It is recommended that the provincial market regulators provide sufficient time when introducing these rules for market participants to prepare system changes to meet reporting requirements.

(a) Pre-Existing Transaction Reporting

OTC derivative transactions entered into prior to the date the new reporting rules become effective that have outstanding contractual obligations, ("Pre-existing Transactions") will, subject to the exemption described below, also be required to be reported to an approved trade repository. Pre-existing Transactions may have lengthy durations and any contracts that continue to be in effect after the reporting rules become effective are as relevant to market transparency and regulatory oversight as new contracts. The notional amount of OTC derivative transactions currently outstanding globally is extremely large, systemically important and represents an important motivation to the development of OTC derivatives regulation. Without the reporting of Pre-existing Transactions it would not be possible for regulators to ascertain the OTC derivatives market as a whole and the current positions of market participants. However, the Committee recognizes that many

²³ *Ibid.*

²⁴ Recent amendments to the *Ontario Securities Act* amended the definition of market participant to include designated trade repositories. OSA, *supra* note 10, at 1(1)(k).

²⁵ Recent amendments to the *Ontario Securities Act* provide the Ontario Securities Commission ("OSC") with the power to require all OTC derivatives transactions be reported to an approved trade repository. OSA, *supra* note 10, at 143(1)11.

²⁶ See Invesco Trimark comment letter to the CSA, January 14, 2011 ("Invesco").

market participants are party to a large number of transactions, the reporting of which could require significant resources. Therefore, the Committee recommends that a period of 180 days from the effective date of the reporting rules be granted to allow market participants to comply with this requirement.²⁷ The information reported on Pre-existing Transactions should contain the principal economic terms²⁸ of each reportable transaction, including the relevant date of the transaction and the identity of the parties to the contract. The trade confirmation will not be required to be reported for these Pre-existing Transactions. In addition, any other information requested by the relevant provincial market regulator will be required to be reported.

(i) Pre-Existing Transaction Reporting Exemption

The Committee recommends one exception to the mandatory reporting of all existing and new OTC derivative transactions. Pre-existing Transactions that expire within one year from the date that the new reporting rules become effective will not be required to be reported. This exemption will provide relief for transactions that are about to expire allowing market participants to focus their efforts on the reporting of transactions that will represent their exposures going forward. The reporting gap created by this exemption will lapse within one year from the effective date of the new reporting rules at which point regulators will have a fully comprehensive view of all market positions.

(b) Record Retention Requirements

The Committee recommends that records for all OTC derivative transactions be retained by counterparties for seven years from the date that the transaction expires or terminates. They should be retained in a safe location and in electronic form in a manner that permits them to be provided to regulators in a reasonable period of time.²⁹ The information retained must include all documentation relating to the terms of the transaction. This includes the final form of confirmation and all amendments to the terms of the transaction as well as any data necessary to identify and value the transaction. Records pertaining to the date and time of execution, information relevant to the price of the transaction and details regarding whether and with whom the transaction was cleared will also be required to be retained. Regarding record retention requirements for reported transactions, CPSS IOSCO has noted:

[I]t should be clear that the data recorded in a TR [trade repository] cannot be a substitute for the records of transactions at original counterparties. Therefore, it is important that even where TRs have been established and used, market participants maintain their own records of the transactions that they are a counterparty to and reconcile them with their counterparties or TRs on an ongoing basis (including for their own risk management purposes).³⁰

The Committee agrees that counterparties should maintain their own records separately and in addition to the information submitted to a trade repository.

3.2 Who is Required to Report?

One of the counterparties to each OTC derivative transaction will be legally required to report the transaction and any post execution events related to this transaction to an approved trade repository. The rules assigning responsibility for transaction reporting will vary based on the counterparties to a particular transaction. In general, parties acting as financial intermediaries³¹ will bear the reporting onus for transactions to which they are a party because of their level of expertise and the automated reporting systems and infrastructure they will have in place as regular participants in the OTC derivatives

²⁷ This is consistent with the reporting timeframe for pre-existing derivatives proposed by the SEC. Proposed Rule – Regulation SBSR – Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information, 75 Fed. Reg. 75208, 75-239 (Dec. 2, 2010) (“SEC #2”) at 75209. The CFTC has proposed a shorter reporting timeframe requiring that pre-existing derivatives be reported within 60 days of the publication of a final rule or regulation or 360 days after the enactment of Dodd-Frank. Interim Final Rule for Reporting Pre-Enactment Swap Transactions, 75 Fed. Reg. 63080, 75-198, (Oct. 14, 2010) at 63084.

²⁸ Principal economic terms data represent the basic contractual terms and conditions of an OTC derivative transaction. Principle economic terms may vary based on class of derivative and whether the derivative is standardized but in all cases would include the counterparties to a trade, type of trade, underlying reference, notional amounts, execution and termination date as well as a range of other trade details. Principal economic terms will be discussed in greater detail in Section 3.4.

²⁹ In Ontario, designated trade repositories are required to provide records at such time as the OSC or any member, employee or agent of the OSC may require. OSA at 19(3).

³⁰ CPSS IOSCO #1, *supra* note 8, at 1.

³¹ Activities that constitute financial intermediary behaviour will be discussed in the upcoming CSA consultation paper focusing on registration.

market. The reporting rules described below will apply to both Pre-existing Transactions that are not exempt from reporting requirements and those entered into after the reporting rules become effective.

(a) Transactions between Financial Intermediaries and Non-Financial Intermediaries

For OTC derivatives transactions between financial intermediaries and non-financial intermediaries, the financial intermediary will be required to report the relevant transaction to an approved trade repository. This reporting obligation may be delegated to a third party, including a recognized central counterparty clearing house (“CCP”) for cleared transactions; however the financial intermediary retains responsibility for timely and accurate reporting.

(b) Transactions between financial intermediaries

For derivative transactions between financial intermediaries, the parties must select one counterparty to the transaction to be responsible for reporting. This reporting obligation may be delegated to a third party, including a recognized CCP for cleared transactions; however the selected financial intermediary retains responsibility for timely and accurate reporting.

(c) Transactions between Non-Financial Intermediaries

For derivative transactions between non-financial intermediaries, the parties must select one of the counterparties to the transaction to be the reporting party and report the derivatives transaction to an approved trade repository. This reporting obligation may be delegated to a third party, including a recognized CCP for cleared transactions, however the selected counterparty retains responsibility for timely and accurate reporting.

(d) Transactions between Canadian and Foreign Counterparties

For derivatives transactions between Canadian and foreign counterparties, the foreign counterparty may assume the reporting obligation provided that the transaction is reported to a trade repository approved in Canada, or if developed, a mandatory Canadian trade repository as described in Section 3.3(b) below. If the foreign counterparty will not agree to report to such a Canadian trade repository then the Canadian counterparty must report it directly or request the non-Canadian trade repository provide an electronic copy of the report to the Canadian trade repository.

3.3 Where must transactions be reported?

All OTC derivatives transactions entered into by a Canadian counterparty will be required to be reported to an approved trade repository that meets the standards described in Section 2 of this report. To prevent the fragmentation of data, once transaction data is submitted to a trade repository, the same repository must be used for the life of the transaction.³²

(a) Approved Trade Repositories

The Committee recommends that any trade repository that intends to carry on business as a trade repository in one or more provinces of Canada³³ be approved by the applicable provincial market regulators either through a recognition or designation process. Where necessary, legislative changes should be enacted to enable provincial market regulators to either recognize or designate trade repositories and develop rules governing their processes and operations. Ontario has adopted such changes to its securities legislation.³⁴

³² In the event that a trade repository ceases operations during the life of a transaction the parties to that transaction would be permitted to transfer all transaction data stored to a new trade repository.

³³ Any trade repository that offers to provide its data reporting services including aggregation to a person residing or registered in a Canadian province would be considered to be carrying on business in that province.

³⁴ OSA, *supra* note 10, at S. 21.2.2

Provincial market regulators will develop and provide further guidance on the specific approval process to be implemented in each Canadian jurisdiction through legislative amendments and/or the implementation of rules, policies or notices.

(b) Mandating a Canadian Solution

The global nature of the OTC derivatives market is such that counterparties from different jurisdictions regularly engage in OTC derivative transactions. Trade repositories have previously been and are being developed based on asset classes as opposed to jurisdiction. International trade repositories currently exist for interest rate, equity and credit default derivatives and work is under way to create the same for commodities and foreign exchange.³⁵ However, recently, a number of jurisdictions have announced plans to develop domestic multi asset class trade repositories to serve their local markets.³⁶ The comments received to Consultation Paper 91-401 on this topic were split between supporting the development of a Canadian based trade repository³⁷ and endorsing a global approach.³⁸

After due consideration the Committee believes that there are serious concerns with not having a central collector and aggregator of Canadian derivatives data in Canada. The Committee's concerns are the following:

- It is possible that no suitable trade repository will be developed for certain derivative transactions entered into by Canadian counterparties.³⁹
- Canadian regulators and the central bank may not be granted satisfactory access to a foreign trade repository that holds transaction data regarding Canadian entities.
- Confidentiality and legal barriers may exist in certain jurisdictions thereby restricting the ability of a foreign repository to provide Canadian regulators and the central bank with data.
- Requests for indemnification from foreign trade repositories may prevent relevant information from being shared with Canadian regulators and the central bank.
- Canadian regulators and the central bank may not be able to effectively participate in cooperative oversight over a foreign regulated trade repository.
- Canadian regulators and the central bank will unlikely be able to influence the operations of a foreign trade repository.
- Canadian enforcement authorities may encounter reduced informational access and cooperation if a trade repository is located in a foreign jurisdiction.
- Legal uncertainty with respect to trade repository data in the event of a trade repository insolvency due to the complexity of national and international resolution and insolvency law and potential conflicts of law issues.
- Standards for international cooperative oversight arrangements regarding trade repositories are not yet well defined.
- Data aggregation challenges may arise if Canadian regulators and the central bank rely on multiple trade repositories with inconsistent reporting standards or technological platforms.

Therefore, the Committee feels that mandating the use of a Canadian trade repository to accept OTC derivative trade reporting from Canadian counterparties should be studied.⁴⁰ This would potentially involve mandating that all OTC derivative transactions involving at least one Canadian counterparty be reported to a single Canadian based trade repository. The Committee will study the feasibility of adopting this mandate and will also study the different options for such a Canadian based trade repository that would also act as a data aggregator.⁴¹ These options include an industry developed, owned and

³⁵ However, these repositories do not currently provide the requisite data necessary for regulators and will need changes to their operations and governance before they will meet approval requirements.

³⁶ Jurisdictions planning to develop local trade repositories include Hong Kong, Spain, Mexico, India and possibly South Korea. Please note that some of these local trade repositories may provide services to multiple jurisdictions.

³⁷ See for example comment letter to the CSA from Fidelity Investments, January 17, 2011 ("Fidelity").

³⁸ See for example comment letters to the CSA from Canadian Life and Health Insurance Association Inc., January 11, 2011 ("CLHIA"), Desjardin, January 2011 and ISDA, January 14, 2011.

³⁹ For example, some Canadian dollar denominated or bespoke, novel or highly specialized transactions may not be accepted by all trade repositories.

⁴⁰ As discussed in Section 3.3(c) below, the Committee believes that Canadian regulators and the central bank will still require access to foreign trade repositories.

⁴¹ Data aggregation is described in more detail in Section 3.4(c).

operated trade repository and one that is a utility model designed for and operated by provincial market regulators through a request for proposals or similar process. If the Committee determines that mandating the use of a Canadian trade repository is appropriate it would be required to meet the standards and adhere to the rules described in this consultation paper. If this approach is not taken, the Committee expects that reporting would continue to be done to multiple trade repositories located internationally or domestically and provincial market regulators would need to develop a data aggregator to consolidate reported information as discussed in Section 3.4(c) below.

(c) Approval of Foreign-Based Trade Repositories

If the Committee determines that reporting to a Canadian trade repository should not be mandated the Committee recommends permitting the reporting of transactions to trade repositories located in a foreign jurisdictions provided that they have been approved by the relevant provincial market regulators and meet all requirements applicable to a Canadian trade repository. If the use of a Canadian trade repository is mandated, but its development has not been completed when the new reporting rules become effective, reporting to approved foreign trade repositories should be permitted as an interim measure. The Committee recognizes that some foreign-based trade repositories may be subject to a comparable regulatory regime in their home jurisdiction and therefore full provincial regulation may be duplicative. In an effort to achieve international harmonization, the Committee is monitoring international policies for recognition of foreign trade repositories. For example, the European Commission has proposed that foreign trade repositories be recognized provided they are subject to equivalent supervision standards and are accessible to foreign regulators.⁴² The Committee recommends a substantively similar approach requiring that foreign trade repositories satisfy the following conditions, on an initial and ongoing basis for provincial market regulator approval:

1. The trade repository is authorised and subject to effective supervision in a foreign country;
2. The applicable provincial market regulator has determined the foreign country regime to be acceptable;
3. All applicable regulators requiring access have entered into an international agreement with that foreign country regarding the mutual access and exchange of information that is relevant for the exercise of the duties of competent authorities;
4. Cooperation arrangements between the appropriate regulatory authorities in Canada and the relevant competent authorities in the third countries have been established to ensure immediate and continuous access to the relevant information by regulatory authorities in Canada (including their agents) and to specify the mechanism for exchanging information and the procedure for coordinating the supervisory activities; and
5. The trade repository meets all requirements applicable to a Canadian trade repository.

If the Committee determines that trade reporting to a Canadian trade repository should be mandated, Canadian regulators and the central bank will still need to access and aggregate certain Canadian referenced derivative transactions between foreign counterparties that cannot be required to be reported to a Canadian trade repository. Therefore, the Committee recommends that Canadian regulators and the central bank make arrangements with relevant foreign trade repositories and, if necessary, foreign regulators to ensure that this data is accessible.

Question #1: If the use of a Canadian trade repository were to be mandated, should it be privately developed and operated for profit, privately developed and operated on a not-for-profit basis or should provincial market regulators perform this function directly?

⁴² *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*, Brussels, COM(2010) 484/5 – 2010/0250 (COD), ("EU") at Article 63.

3.4 What Information must be Reported?

The information reported by participants to trade repositories will allow regulators to assess systemic risk and financial stability, conduct market surveillance and supervise market participants.⁴³ In order to satisfy these broad objectives, trade repositories will need to collect detailed data relating to the initial terms of each OTC derivatives transaction (including any subsequent corrections of errors or omissions), as well as ongoing data to determine the market value of transactions over time.

As discussed above, the Committee expects that multiple international trade repositories will continue to exist. Therefore, regulators will need to review data aggregated from several sources. In order for data to be effectively aggregated it will need to be reported and recorded in a uniform manner that is consistent across jurisdictions and trade repositories. The Committee believes that it is necessary to ensure that the information that must be provided to a repository approved in Canada be consistent with information that is reported under international standards. This will allow for the necessary exchange of information across borders as well as ensure that trade repositories are able to meet the necessary criteria for recognition or designation across jurisdictions.

At the international level, CPSS and IOSCO, which are recognized as the international standard setting bodies for securities and derivatives markets, will be producing a report prescribing international standards for data reporting. This report will consider recommendations from the Financial Stability Board Data Gaps and Systemic Linkages Group and consult with the Committee on the Global Financial System, the BIS and the OTC Derivatives Supervisors Group and OTC Derivatives Regulators' Forum in order to identify the data that should be reported to trade repositories to enable authorities to carry out their respective regulatory tasks. The report is scheduled for release in July 2011 and according to IOSCO, it:

sets out, both for market participants reporting to trade repositories and for trade repositories reporting to the public and to regulators for the purpose of macro- and micro-surveillance: (1) Minimum data reporting requirements and standardised formats; and (2) the methodology and mechanism for the aggregation of data on a global basis.⁴⁴

Canadian regulators and the central bank participate in these international forums and policy setting. This effort is crucial to achieving cross-border uniformity and the Committee recommends that Canadian reporting requirements conform to these international standards.

(a) *Unique Identifiers*

The development of universal, accurate, and trusted methods of identifying particular market participants, derivative transactions, and product types will provide regulators with the ability to monitor entity wide exposures and trading activity, follow transactions throughout their lifespan, and determine product concentrations. The Committee supports the development of international standards for unique identifiers to assist in the management of information relating to OTC derivatives trading.

In order to provide Canadian market participants with some information as to the types of rules they can expect to be developed internationally and implemented in Canada, the following section outlines some characteristics of uniform data requirements modelled on rules developed in the U.S. under the *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (the "*Dodd-Frank Act*").⁴⁵ The Committee believes that an internationally agreed to version of these types of identifiers should be included in the forthcoming international standards.

⁴³ Financial Stability Board, *Implementing OTC Derivatives Market Reforms: Report of the OTC Derivatives Working Group*, October 20, 2010, ("FSB") at 47.

⁴⁴ IOSCO Technical Committee Task Force On OTC Derivatives Regulation, Terms of Reference, at 1-2.

⁴⁵ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub.L.III-203, H.R. 4173, sec. 721(a)(47), online: U.S. Government Printing Office <http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf> ("*Dodd-Frank Act*").

(i) Legal Entity Identifier⁴⁶

Each derivative market participant should be assigned a unique legal entity identifier based on universal internationally accepted standards. The importance of this type of identifier was recently explained by Daniel K. Tarullo, member of the Board of Governors of the Federal Reserve System, in testimony before the U.S. Senate:

Clearly, the [recent financial] crisis exposed the need for a regulatory mechanism that will provide real time analysis across multiple financial markets to identify systemic risk and stresses in market conditions before they occur. A unique entity identifier for data sharing and use in data collections between the Federal financial regulatory agencies is the critical missing component for this analysis.⁴⁷

The development of a universally accepted legal entity identifier is an important challenge for international regulators and the derivatives industry and will represent a vital first step to establishing a comprehensive internationally harmonized system of regulation. Industry representatives have begun an international consultation process to create legal entity identifiers for OTC derivative counterparties.⁴⁸

Regulators will also need to be able to examine transaction report information on a consolidated basis for institutions composed of multiple business entities and therefore should have the capability to link affiliated entity transactions. The Commodity Futures Trading Commission (“CFTC”) recommends establishing a confidential “corporate affiliations reference database” available only to domestic and international regulators.⁴⁹ The Committee recommends that all Canadian market participants be required to adopt any such universal identification system that identifies corporate or entity affiliations once it has been developed.

(ii) Derivative Identifier⁵⁰

A unique identifier should be assigned to all individual derivative transactions at the time of execution and then used to identify that transaction throughout its life in all recordkeeping and data reporting. The task of creating and assigning the transaction identifier could be undertaken by a service provider, a trading venue recognized or registered in Canada, a financial intermediary counterparty or a trade repository.

In order to ensure continuity, the trade repository first receiving the report of a derivative transaction should be used as the trade repository for the life of that transaction including any assignments. Regardless of whether the trade repository is assigned the responsibility of creating the unique identifier it should send a notice of its identity and the derivative identifier for that transaction to each counterparty and any trading venue or CCP (if applicable for that transaction).

(iii) Product Identifier⁵¹

In order to facilitate data aggregation by product, unique product identifiers should be implemented for OTC derivatives and determined based on the underlying instrument, index, asset or entity that the derivative references. These product identifiers could be structured with unique identifiers for the general derivative type and unique identifiers for sub-classes within each class. The development of such identifiers will also require an international classification scheme.

⁴⁶ See Proposed Rule –Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements, 75 Fed. Reg. 76574, 75-235 (Dec. 8, 2010) (“CFTC #2”) at 76589 and SEC #2, *supra* note 27, at 75221.

⁴⁷ Daniel K. Tarullo, Member, Board of Governors of the Federal Reserve System, *Equipping Financial Regulators With the Tools Necessary to Monitor Systemic Risk*, before the Subcommittee on Security and International Trade and Finance, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington, DC, February 12, 2010.

⁴⁸ The process is being led for the industry by the Association for Financial Markets in Europe (AFME) and the Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

⁴⁹ CFTC #2, *supra* note 46, at 76591 and SEC #2, *supra* note 27, at 75222.

⁵⁰ CFTC #2, *supra* note 46, at 76587 and SEC #2, *supra* note 27, at 75221.

⁵¹ CFTC #2, *supra* note 46, at 76592.

(iv) Country Specific Identifier

The Committee believes that Canadian referenced derivative transaction identifiers should also be required and will monitor and comment on international developments to propose that country specific identifiers be a part of any uniform standards developed. If they are not, the Committee will consider whether these identifiers can be mandated for the Canadian market.

(b) Reporting Data

Regulators must have access to transaction data at different levels of granularity, from aggregate statistics to transaction level information. This spectrum of data will facilitate the measuring of counterparty risk concentrations both for individual risk categories as well as the overall market and will facilitate regulation of market integrity.⁵² In order to achieve this, market participants will be required to submit three categories of information to trade repositories: transaction data that contains the initial terms of an OTC derivative transaction (creation data), transaction data that reflects changes in contract terms or counterparty positions (continuation data) and valuation data disclosing updated market values of transactions and positions. These categories are discussed below.

(i) Creation Data

The Committee recommends that two types of information be reported for new derivatives transactions at the time of execution. The first is the principal economic terms of the derivatives transaction. Principal economic terms data may vary based on the class of derivative and whether the derivative is standardized, but in all cases would include the counterparties to the transaction, type of transaction, underlying reference, notional amounts, price, execution and termination date and a range of other transaction details.⁵³ The second type of data that should be submitted is the full signed legal agreement of the counterparties including all the terms of the transaction (ie. the legal confirmation). The confirmation data should be matched by the trade repository or a related third-party matching service through affirmation by the counterparties. As discussed above minimum reporting requirements and forms will be developed at the international level to ensure reporting uniformity and these will include the recommended components of principle economic terms data. This information will be used for a wide variety of purposes including data aggregation for real time reporting of derivative transactions.

(ii) Continuation Data

The nature of many OTC derivatives contracts is such that their value and the position of counterparties thereto fluctuate over time. A particular counterparty's risk exposure may increase significantly over time and it is therefore crucial for regulators to understand positions as they evolve. In order to maintain an accurate view of market positions, regulators will require information throughout the life of each derivatives transaction. The most appropriate form and content for such information varies, based on the type of derivatives transaction. The CFTC has identified this issue and classified continuation data reporting into what it describes as the life cycle and snapshot approaches.⁵⁴

Life cycle data involves all of the data necessary to fully report any event that would result in a change to the data previously submitted to a trade repository regarding the derivatives transaction. This approach is recommended for credit derivatives and may also be appropriate for equity derivatives as these types of derivatives tend to be modified based on events that happen during their existence. This approach is already used by the Depository Trust & Clearing Corporation's Trade Information Warehouse⁵⁵ the existing

⁵² FSB, *supra* note 43, at 48.

⁵³ For example the SEC estimates that between 50 and 100 or more data elements could be used to express a typical credit default swap. SEC #2, *supra* note 27, at 75213. See Proposed Rule – Real-Time Public Reporting of Swap Transaction Data, 75 Fed. Reg. 76140, 75-234 (Dec. 7, 2010) (“CFTC #3”), at 76176 (“Appendix A”) for examples of principle economic term reporting data for various derivative types.

⁵⁴ CFTC #2, *supra* note 46, at 76577.

⁵⁵ The trade repository is operated by a Depository Trust & Clearing Corporation (“DTCC”) subsidiary, The Warehouse Trust Company, LLC, which is registered as a bank and regulated as a member of the U.S. Federal Reserve System and by the New York

international trade repository for credit derivatives. Reporting for these types of derivatives should also include all data elements necessary to fully report a scheduled or anticipated event occurring during the lifetime of the derivative that does not result in a change to the contractual terms of the derivative. Therefore, the life cycle data approach does not result in daily reporting of this information.

By contrast, snapshot data includes all data elements necessary to provide a snapshot view on a daily basis of all the principal economic terms of the derivative including any changes from the previous day. The snapshot approach is recommended for all other derivatives including interest rate, commodity and currency derivatives. This approach is preferable for these types of derivatives as it would be more difficult to prescribe the specific events required to be reported because of the wide range and variation of derivative types that make up these classes.⁵⁶ The snapshot approach allows the trade repository to maintain complete up-to-date records for these classes of derivatives and avoids requiring counterparties to make determinations of what events are or are not required to be reported. This approach is currently used by TriOptima,⁵⁷ the existing international trade repository for interest rate derivatives.

An international standard with respect to the most suitable form of continuation data reporting for each class of derivatives is still under development and the Committee recommends adhering to internationally accepted practice once it has been established.

(iii) Valuation Data

The Committee also recommends that valuation data elements necessary to determine the current market value of a derivative be reported by the reporting party on a daily basis. This includes mark-to-market values and any available collateral information for all transactions as well as margin values for all centrally cleared transactions. The Financial Stability Board explained and recommended the reporting of valuation data in the following passage:

TRs should collect data to enable monitoring of gross and net counterparty exposures, wherever possible, not only on notional volumes for each contract but also market values, exposures before collateral, and exposure value net of collateral with a full counterparty breakdown. This would allow for the calculation of measures that capture counterparty risk concentrations both for individual risk categories as well as for the overall market.⁵⁸

Valuation data will allow regulators to monitor up to date information regarding the assets and liabilities of market participants and will also facilitate timely resolution in the case of a counterparty default. The Committee recommends that the reporting of valuation data follows the same guidelines for determining which participant reports an OTC derivative transaction as outlined in Section 3.2.

(c) Position Level and Aggregate Data to be Available to Regulators

The detailed and on-going derivative transaction data required to be reported and maintained in trade repositories will allow regulators to monitor aggregated market data and cumulative exposure of market participants. Provided that reported data is sufficiently uniform and complete, each individual transaction may be aggregated so that regulators can monitor the state of the OTC derivative market on the micro and macro level. OTC derivative market data will be an essential tool for market, and prudential regulators and central banks. Market regulators will require up to date transaction and position level data for counterparties and intermediaries as well as derivatives referencing entities, industries or regions that are related to the market regulator's jurisdiction.⁵⁹ Aggregation of this data will provide market regulators with the ability to monitor market participants, detect market irregularities and a wide range of other responsibilities. Prudential regulators and central banks will also require aggregate and certain position

State Banking Department. In August 2010, DTCC established a trade repository for equity derivative named the Equity Derivatives Reporting Repository.

⁵⁶ CFTC #2, *supra* note 46, at 76578 citing TriOptima Letter to the Commodity Futures Trading Commission, October 26, 2010.

⁵⁷ TriOptima's Global OTC Derivatives Interest Rate Trade Reporting Repository was established in January 2010 and is regulated by the Swedish Financial Supervisory Authority.

⁵⁸ FSB, *Supra* note 43, at 48.

⁵⁹ OTC Derivatives Regulators' Forum, *Range of Access to Information stored in The warehouse Trust LLC*, (June 2010) http://www.dtcc.com/downloads/products/derivserv/ODRF_guidelines.pdf at 2.

level data relevant to the overall Canadian derivatives market as well as data on the OTC derivative activities of Canadian financial and other institutions referenced or with large positions in the market. An example of the types of aggregated data that will allow for more effective oversight of the OTC derivative markets is illustrated by the following sample data sets⁶⁰:

- Aggregate notional data for all contracts traded or settled in Canadian dollars, including a breakdown by reference entity and/or sector.
- A list of the top counterparties trading Canadian dollar denominated contracts with each counterparty's aggregate notional position and aggregate position by contract type.
- A list of the top counterparty positions for each of the largest financial groups in Canada.
- Aggregate notional data for contracts written on Canadian-domiciled corporations (reference entities), including a list of the top aggregate notional counterparty positions for contracts written on each firm.
- A list of the top counterparties' aggregate notional positions where the contract references the debt of the government of Canada.
- A list of top counterparties' aggregate notional positions where the contract references a specific commodity.
- A list of the top counterparties' aggregate notional positions where contracts reference the debt of one of the ten largest Canadian financial groups.
- Data on the overall level of activity of each of the Canadian banks in each asset class.
- Each of the Canadian bank's overall positions in specific products within an asset class.

These data sets illustrate the types of macro level information that should be available to market regulators, prudential regulators and central banks and greatly enhance their ability to supervise the OTC derivatives market. Clearly, the drastically improved transparency resulting from detailed universal trade reporting of OTC derivative transactions will provide immense supervisory benefits.

While trade repositories will be expected to aggregate the transaction data in their possession, it is likely that Canadian regulators and the central bank will require data from multiple trade repositories to be aggregated in order to have an accurate view of market participant positions and the market as a whole. As discussed in Section 3.3(a) the Committee intends to study the use of a Canadian trade repository that performs an aggregation function. If developed, this repository would accept and aggregate data for all transactions entered into by Canadian counterparties and could also assume responsibility for aggregating any relevant data maintained at foreign trade repositories. If the use of a single Canadian trade repository is not mandated, then as discussed in Consultation Paper 91-401, the Committee believes that a request for proposal is appropriate to encourage the development of a data aggregator to assist in the collection of trade data from multiple trade repositories for Canadian regulators and the central bank.⁶¹

(d) Data to be made available to Public

The transaction data received by trade repositories will include confidential data, which should only be available to approved regulators, and data that should be publically disseminated. The information that trade repositories are required to make public should at a minimum include aggregate data on positions, transaction volumes and average prices. Trade repositories should also provide more detailed and regularly updated periodic information categorizing data by market characteristic, trading counterparties and trading venue.⁶²

⁶⁰ Adapted and amended from guidance to The Warehouse Trust; however, the underlying principles could also be used to inform guidance for other global trade repositories.

⁶¹ Consultation Paper 91-401, *supra* note 1, at 33.

⁶² Examples of categorized data include aggregated breakdowns by (a) market characteristic - currency and location of reference entity; (b) counterparty - location of counterparty (jurisdiction of incorporation) and type of participant (eg. financial intermediary); (c) trading venue - electronic vs. non-electronic trading platform, electronic vs. manual matching and confirmation, centrally vs., bilaterally cleared. See for example The Committee on Payment and Settlement Systems and the Technical Committee of the

The Committee believes that anonymous post-trade transaction level data should also be made publicly available. This post-trade transparency has the potential to benefit the derivatives market in a number of ways including reducing transaction costs, increasing liquidity and improving confidence in the market.⁶³ A number of comment letters to Consultation Paper 91-401 stressed, and the Committee agrees, that publicly available information should not disclose the identity of counterparties to any transactions or positions of market participants⁶⁴. Under the rules proposed by the CFTC and Securities and Exchange Commission (“SEC”), transaction, volume, and pricing information for all derivative transactions⁶⁵ would be required to be publically disseminated provided that the data made available to the public does not disclose the transactions or positions of any market participants nor any information that would compromise trade secrets. As described in the following section, under the CFTC and SEC rules public reporting would be required to be done in real time where appropriate. The Committee recommends that anonymous transaction level data also be made available in Canada within a timeframe that is appropriate for the Canadian market.

3.5 When are transactions required to be reported?

Prompt reporting of OTC derivatives transactions is essential to effective oversight of the market. Positions in the OTC derivative market change regularly and risk can accumulate rapidly. To prevent market abuse regulators need to have the ability to monitor market activity as close to real time as possible. The Committee believes that real time reporting would provide regulators with the greatest source of transparency and should ultimately be required in Canada. Real time reporting to trade repositories would be accompanied by public dissemination of appropriate reported data provided that it would not be detrimental to market liquidity or function.

In the U.S., the *Dodd-Frank Act* requires real-time reporting for transactions that are deemed appropriate for real time reporting in all classes of derivative transactions.⁶⁶ Actual timing requirements developed under the *Dodd-Frank Act* vary based on the type of data being submitted and how the transaction is executed but in almost all cases reporting is required to be submitted within a maximum of thirty minutes from the execution of the transaction with most reporting required to be done in real time. The CFTC and SEC have published detailed timing proposals for the reporting of confirmation data,⁶⁷ principle economic term data⁶⁸ and valuation data⁶⁹. Canadian market participants entering into OTC derivative transactions with U.S. counterparties will be required to comply with these rules once they are finalized and enacted in the U.S. later this year.

Timelines initially developed by the European Commission require that the details of any OTC derivative contract be reported no later than the working day following the execution, clearing or modification of the contract.⁷⁰ However, a more recent public consultation paper published by the European Commission with respect to the *Markets and Financial Instruments Directive* (MiFID) indicates that many types of derivatives reporting will be required to be done as promptly and precisely as possible.⁷¹

It is the view of the Committee that real time reporting should be pursued, provided that market participants will be in a position to adopt technology that would permit such disclosure. However, a number of comment letters received in response to Consultation

International Organization of Securities Commissions' *Consultative Report - Principles for financial market infrastructures*, (March 2011), available at <http://www.bis.org/publ/cpss94.htm>.

⁶³ SEC #2, *supra* note 27, at 75224.

⁶⁴ See for example comment letters to the CSA from Fidelity, Global FX Division of AFME, SIFMA and ASIFMA, January 14, 2011 (“GFXD”), Portfolio Management Association of Canada, January 14, 2011 (“PMAC”), Canadian Bankers Association, January 14, 2011, (“CBA”), TD Asset Management Inc. (“TDAM”) and Mouvement des caisses Desjardins

⁶⁵ See CFTC #3, *supra* note 53, at 76157 for examples of the required fields and a possible public reporting format.

⁶⁶ Commodity Exchange Act (U.S.) S. 2(a)(13)(C). The draft US rules go on to define real time public reporting as data including price and volume as soon as technologically practicable after the derivative has been executed. As soon as technologically practicable is defined as meaning as soon as possible taking into consideration the prevalence of technology, implementation and use of technology by comparable market participants.

⁶⁷ CFTC #2, *Supra* note 46, at 76583 and SEC #1, *supra* note 13, at 75219.

⁶⁸ CFTC #2, *Supra* note 46, at 76582 and SEC #1, *supra* note 13, at 75219.

⁶⁹ CFTC #2, *supra* note 46, at 76585 and SEC #2, *supra* note 27, at 77329.

⁷⁰ EU, *supra* note 42, at Article 6, paragraph 1.

⁷¹ European Commission, *Review of the Market in Financial Instruments Directive (MiFID)*, December 8, 2010, at 28.

Paper 91-401 have explained that market participants may currently lack the capability to report in real time.⁷² The Committee is requesting further comments on the capacity of Canadian market participants to meet a real time reporting standard. In the interim, the Committee recommends that reporting be required to be submitted by the end of business on the next working day after a transaction is executed until real time reporting can be implemented. The Committee believes that the reporting requirements described in this section will greatly increase market transparency allowing regulators to efficiently monitor market participants and systemic risk.

Question #2: What is required to enable Canadian derivative market participants to be able to report derivatives transaction information in real time and how long will it take to achieve this functionality?

Block Trades: Exception to Real Time Reporting

The Committee appreciates the importance of maintaining the anonymity of OTC derivative transaction counterparties. When real time reporting is mandated in Canada, anonymous public reporting of certain large OTC derivatives transactions, commonly referred to as block trades, could have the potential to allow market participants to determine the identity of one or both of the counterparties. This identification could make hedging the risks of a large transaction more difficult and expensive as market participants anticipate the necessary hedging requirements and adjust pricing in anticipation of the derivative counterparties' immediate hedging needs.⁷³

Three commentators on Consultation Paper 91-401 expressed concern that real-time reporting of block trades could discourage parties from providing liquidity and increase costs of hedging risks to end-users.⁷⁴ The Committee agrees that publicly reported derivatives trading information should not identify the parties to the transactions and seeks to balance the benefits of post-trade transparency against the harm that may be caused to market participants' ability to hedge risk based on this disclosure. Therefore, large transactions may require publication delays to avoid signalling the market. It is important to note that the full details of block trades would still be required to be reported to a trade repository without delay and only publicly disseminated data may be postponed for a designated period. The Montréal Exchange currently prescribes a maximum time delay of 15 minutes for block trades of certain listed derivative instruments.⁷⁵

Further study will be required to determine what constitutes a block trade for various categories of derivatives in the Canadian market. The factors to be considered in making this determination could include the type of asset underlying the derivative, the size of a transaction relative to other similar transactions or the size of the transaction relative to the overall volume for a particular class or instrument. The Committee requests market participant guidance as to the appropriate block size thresholds and publication delays.

By example, the SEC has identified the following criteria by which block trades could be determined for credit default swaps ("CDS"):

1. Fixed minimum notional size thresholds.
2. Dynamic volume-based thresholds based on the aggregate notional amount of all executions in a CDS instrument over the past 30 calendar days.
3. A combination of dynamic volume-based thresholds and fixed minimum thresholds.⁷⁶

The CFTC has proposed two tests to determine the appropriate minimum block size threshold for other classes of derivatives. A distribution test would be used to determine what notional swap values have the most and least liquidity. Under the proposed rules a transaction with a notional amount that is greater than 95% of transaction sizes for a particular category of swap over the prior calendar year would constitute a block trade. The second test, referred to as the social size multiple test, would be used to address any

⁷² See for example comment letters to the CSA from Fidelity, GFXD, PMAC and Hunton & Williams LLP, January 14, 2011.

⁷³ SEC #1, *supra* note 13, at 75225.

⁷⁴ See for comment letters to the CSA from CLHIA, ISDA, and Fidelity.

⁷⁵ TMX/Montreal Exchange, "Procedures For The Execution Of Block Trades", available at www.m-x.ca/f_en/proce_block_trading_en.pdf.

⁷⁶ SEC #2, *supra* note 27, at 75229.

distortions to the distribution of transactions because of a lack of volume in a particular derivative type. The test result that generates the higher block trade threshold would be determinative.⁷⁷

Under the CFTC proposed rules, transactions that qualify as block trades would be permitted to delay all reporting for 15 minutes. The SEC has proposed that all public data regarding a block trade except the notional amount be disseminated to the public according to the normal rules with the full notional size to be publicly disseminated after a delay.⁷⁸ The Committee will consider these approaches and consult with market participants to determine the appropriate treatment for block trades in Canada.

For the reasons described above the Committee is also considering limiting the information required to be disseminated to the market regarding large transactions by creating a maximum threshold amount for reporting. The CFTC has proposed that contracts which exceed the notional principal amount of a specified threshold only identify that they exceed the threshold but not the exact amount.⁷⁹ The SEC rule would require the notional amount to be disclosed after a delay of between eight and 26 hours.⁸⁰

As the Committee is recommending that, at the present time, trade reporting within one business day of the execution of a transaction be acceptable, a further delay for block trades is not necessary. Once a real time transaction reporting requirement is implemented in Canada the Committee recommends reporting delays for block trades.

Question #3: What is the appropriate block trade threshold for the Canadian market?

Question #4: What is the appropriate publication delay for block trades?

Question #5: Would a uniform block trade threshold across asset classes be acceptable or should thresholds be determined based on asset class? If block trade thresholds should be determined based on asset class, what thresholds would be suitable for specific asset classes?

Question #6: If block trade thresholds are determined by asset class and given the changes inherent in liquidity conditions, how often should these be assessed? (As per the CFTC's two tests proposal for example?)

4. Access to Confidential Trade Repository Information

In order to fulfill their OTC derivative transaction reporting requirements, market participants will be required to provide transaction information to trade repositories. Some of this information will be confidential and will not be made public by the trade repositories. The Committee believes that data maintained by trade repositories, including confidential data, should be made available to domestic prudential and market regulatory authorities as well as appropriate foreign regulators in accordance with their regulatory responsibilities.

4.1 Privacy and Confidentiality Issues

The OTC derivative reporting rules to be enacted will require reporting of confidential information to trade repositories by one party to each transaction. In some jurisdictions, this could represent a breach of confidentiality obligations if the non-reporting counterparty has not consented to such disclosure. Further, the terms of derivative transactions often include confidentiality provisions which could be breached by the reporting of data to trade repositories.⁸¹ However, due to the mandatory nature of transaction reporting, a counterparty that reports transaction data to a trade repository on

⁷⁷ CFTC #3, *supra* note 53, at 76162-3.

⁷⁸ SEC #2, *supra* note 27, at 75233.

⁷⁹ The CFTC has proposed a threshold of \$250 million for some transactions. Under the proposed rules all transactions over \$250 Million would be listed as \$250+. CFTC #3, *supra* note 53 at 76152

⁸⁰ SEC #2, *supra* note 27, at 75233.

⁸¹ However, there is a common exception to this confidentiality provision which permits disclosures required by law.

behalf of itself and its trading partner pursuant to reporting rules should not be considered to be in breach of any restrictions on disclosure. Any party entering into an OTC derivative transaction should be aware that the transaction must be reported and provide their consent to reporting if necessary.

This issue is also relevant to trade repositories in receipt of confidential transaction data as they will be required to disclose transaction information to domestic and international regulators and potentially be required to publically disclose anonymous transaction data. In some jurisdictions this also could be viewed as a breach of confidentiality obligations owed to their clients.

The purpose of the universal reporting of OTC derivative transactions to trade repositories is to enable regulators to monitor and analyse trade repository data and to provide greater pricing transparency to the public. Therefore, there should be no legal or contractual duties that prevent a trade repository from disclosing any information pursuant to the new reporting rules. Derivatives participants reporting data to the repository will not have proprietary rights, including any intellectual property rights, in relation to data maintained by the repository, however the repository will be subject to the confidentiality restrictions discussed above and will be required to provide them with access to such data without unreasonable limitations.

(a) Canadian Amendments to Permit Reporting

Confidentiality obligations between participants in the OTC derivative markets may not contemplate the mandatory reporting regime that will be required for OTC derivatives. However, disclosure of confidential information is permissible in Canada if required by the law applicable to the parties to a transaction. Although the reporting rules to be enacted will create a legal reporting requirement, the Committee recommends that each Canadian jurisdiction consider whether it is necessary enact legislation explicitly permitting the disclosure of confidential information to and by trade repositories.

For example, in Ontario, amendments to the OSA address this issue by including the following provision to the Act:

154. The disclosure of information to the Commission or a trade repository that is made in good faith by a person or company in compliance or attempted compliance with Ontario securities law,

- (a) does not constitute a breach of any contractual provision to which the person or company or any other person or company is subject; and
- (b) does not constitute any other basis of liability against the person or company or any other person or company. 2010, c. 26, Sched. 18, s. 46.⁸²

This applies to disclosures of confidential information by reporting counterparties and disclosure by trade repositories to regulatory authorities. Each provincial jurisdiction will need to determine if similar legislative amendments regarding the reporting of transactions between counterparties and by trade repositories will be required.

(b) Foreign Counterparty Issues

Reporting of transactions involving a foreign counterparty may result in a breach of privacy or confidentiality laws in that counterparty's home jurisdiction. This issue is being reviewed at the international level by market participants, foreign regulators and the International Swaps and Derivatives Association. For situations where a foreign counterparty's home jurisdiction laws prohibit one party disclosure without explicit consent it is possible that an industry driven solution may be required to be developed.

(c) Confidential Information not to be Publically Disclosed

As discussed throughout this paper the Committee believes that market participants should be entitled to maintain their anonymity vis-à-vis the public in order to protect their trading strategies and other proprietary information. Therefore, the Committee

⁸² OSA ,*supra* note 10, at Section 154.

recommends that information received by trade repositories pursuant to reporting rules and provided to regulators should not be required to be made publicly available in any way, including pursuant to public disclosure laws. In this regard the Committee recommends that amendments to provincial legislation be enacted in a similar manner to the following recent amendment to the OSA:

153. Despite the *Freedom of Information and Protection of Privacy Act*, the Commission may provide information to and receive information from the following entities, both in Canada and elsewhere, and the information received by the Commission is exempt from disclosure under that Act if the Commission determines that the information should be maintained in confidence:

1. Other securities, derivatives or financial regulatory authorities.
2. Exchanges.
 - 2.1 Trade repositories.
 - 2.2 Clearing agencies.
 - 2.3 Alternative trading systems.
3. Self-regulatory bodies or organizations.
4. Law enforcement agencies.
5. Governmental or regulatory authorities not mentioned in paragraphs 1 to 4.
6. Any person or entity, other than an employee of the Commission, who provides services to the Commission. 2002, c. 18, Sched. H, s. 14; 2010, c. 26, Sched. 18, s. 45.⁸³

Amendments of this nature will ensure that public disclosure laws do not force regulators to reveal confidential market participant information.

In order to achieve the transparency objectives of the new reporting rules certain domestic confidentiality obligations and public disclosure laws and duties will need to be adjusted to reflect the mandatory reporting of OTC derivative transactions. The reporting of transaction data to repositories and disclosure of information to regulatory authorities is a central tenet of the new OTC derivatives regime and the Committee recommends that any necessary amendments are enacted in order to achieve this objective.

4.2 Canadian Regulators

The Committee recommends that trade repositories located in Canada and foreign jurisdictions provide regulators access to all data regarding Canadian counterparties, transactions entered into by Canadian market participants or Canadian referenced derivatives. This unfettered access should be made available to provincial market regulators that have jurisdiction over the counterparty or reference entity and Canadian prudential regulators in accordance with their prudential objectives.

4.3 Cooperation with Foreign Regulators

In accordance with Canada's G-20 commitments, Canadian regulators and the central bank have an obligation to support foreign regulator access to Canadian trade repository data to assist them in achieving their regulatory, supervisory, and oversight responsibilities.⁸⁴ The Committee recommends that provincial market regulators coordinate with foreign jurisdictions to ensure timely and effective cross-border access to relevant market data. Foreign regulators will be approved for access to a Canadian trade repository provided that they are party to an international agreement such as an information sharing memorandum of understanding with the appropriate Canadian regulator or if they have been otherwise approved for access based on statutory authority in the regulators home jurisdiction and have appropriate policies for maintaining data confidentiality. The Committee recommends establishing cooperation agreements with regulators of foreign countries whose legal and supervisory frameworks for trade repositories are equivalent to those in operation in Canada.⁸⁵

⁸³ OSA, *supra* note 10, at Section 153.

⁸⁴ CPSS IOSCO #2, *supra* note 9, at 10.

⁸⁵ EU, *supra* note 42, at Article 62.

5. Conclusion

The mandatory reporting of OTC derivative transactions to an approved trade repository will bring transparency to the market and greatly enhance regulators' oversight and ability to respond to market risks or manipulations. At the systemic level, regulators and central banks will have the ability to take pre-emptive steps to reduce risk in the marketplace by having access to sufficient information across a wide scope of instruments, including OTC derivatives. Provincial market regulators will be able to effectively monitor trading and detect market abuse and enforce rules and regulations. The Committee believes that the proposals outlined in this report will not only increase stability in the OTC market but will also increase market efficiency.

The Committee welcomes public comment on any proposal in this report and requests that comments be submitted by XX, 2011. Once public comments have been received and considered the Committee will finalize rule making guidelines and each province will begin the rule making process.

6. Summary of Questions:

Question #1: If a Canadian trade repository is mandated, should it be privately developed and operated for profit, privately developed and operated on a not-for-profit basis or should provincial market regulators perform this function directly?

Question #2: What is required to enable Canadian derivatives market participants to be able to report derivatives transaction information in real time and how long will it take to achieve this functionality?

Question #3: What is the appropriate block trade threshold for the Canadian market?

Question #4: What is the appropriate publication delay for block trades?

Question #5: Would a uniform block trade threshold across asset classes be acceptable or should thresholds be determined based on asset class? If block trade thresholds should be determined based on asset class, what thresholds would be suitable for specific asset classes?

Question #6: If block trade thresholds are determined by asset class and given the changes inherent in liquidity conditions, how often should these be assessed? (As per the CFTC's two tests proposal for example?)

Appendix A

CPSS IOSCO Principles for Financial Market Infrastructures Consultative Report (March 2011)

Principles applicable to trade repositories

General organisation

Principle 1: Legal basis

A Financial Market Infrastructure (“FMI”) should have a well-founded, clear, transparent, and enforceable legal basis for each aspect of its activities in all relevant jurisdictions.

Principle 2: Governance

An FMI should have governance arrangements that are clear and transparent, promote the safety and efficiency of the FMI, and support the stability of the broader financial system, other relevant public interest considerations, and the objectives of relevant stakeholders.

Principle 3: Framework for the comprehensive management of risks

An FMI should have a sound risk-management framework for comprehensively managing legal, credit, liquidity, operational, and other risks.

General business and operational risk management

Principle 15: General business risk

An FMI should identify, monitor, and manage its general business risk and hold sufficiently liquid net assets funded by equity to cover potential general business losses so that it can continue providing services as a going concern. This amount should at all times be sufficient to ensure an orderly wind-down or reorganisation of the FMI’s critical operations and services over an appropriate time period.

Principle 17: Operational risk

An FMI should identify all plausible sources of operational risk, both internal and external, and minimise their impact through the deployment of appropriate systems, controls, and procedures. Systems should ensure a high degree of security and operational reliability, and have adequate, scalable capacity. Business continuity plans should aim for timely recovery of operations and fulfilment of the FMI’s obligations, including in the event of a wide-scale disruption.

Access

Principle 18: Access and participation requirements

An FMI should have objective, risk-based, and publicly disclosed criteria for participation, which permit fair and open access.

Principle 19: Tiered participation arrangements

An FMI should, to the extent practicable, identify, understand, and manage the risks to it arising from tiered participation arrangements.

Principle 20: FMI links

An FMI that establishes a link with one or more FMIs should identify, monitor, and manage link-related risks.

Efficiency*Principle 21: Efficiency and effectiveness*

An FMI should be efficient and effective in meeting the requirements of its participants and the markets it serves.

Principle 22: Communication procedures and standards

An FMI should use or accommodate the relevant internationally accepted communication procedures and standards in order to facilitate efficient recording, payment, clearing, and settlement across systems.

Transparency*Principle 23: Disclosure of rules and procedures*

An FMI should have clear and comprehensive rules and procedures and should provide sufficient information to enable participants to have an accurate understanding of the risks they incur by participating in the FMI. All relevant rules and key procedures should be publicly disclosed.

Principle 24: Disclosure of market data

A trade repository should provide timely and accurate data to relevant authorities and the public in line with their respective needs.

6.2.2 Publication

Aucune information.