

# 6.2

## Réglementation et instructions générales

---

---

## 6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

### 6.2.1 Consultation

#### Document de consultation 25-401 : Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote

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

- Document de consultation 25-401 : *Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote*.

#### Consultation

Les ACVM publient le présent document de consultation pour une période de 60 jours. Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **20 août 2012** en indiquant qu'ils ont trait au Document de consultation 25-401 des ACVM. Si vous envoyez votre mémoire par courriel, veuillez inscrire cette référence dans l'objet de votre message. Veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres suivants des ACVM :

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Saskatchewan Financial Services Commission  
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Autorité des marchés financiers  
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador  
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
 Secrétaire générale  
 Autorité des marchés financiers  
 800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
 C.P. 246, tour de la Bourse  
 Montréal (Québec) H4Z 1G3  
 Télécopieur : 514-864-6381  
 Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

Tous les commentaires seront publiés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers ([www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)) et sur celui des autres membres des ACVM. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

### Questions

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

Rosetta Gagliardi  
Conseillère en réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4462  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca](mailto:rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca)

**Le 21 juin 2012**



## **Autorités canadiennes en valeurs mobilières**

### **Document de consultation 25-401**

#### ***Perspectives de réglementation des agences de conseil en vote***

**Le 21 juin 2012**

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

## Table des matières

Introduction .....	4
1. Contexte .....	5
1.1. Service des agences de conseil en vote .....	5
1.2. Rôle des investisseurs institutionnels .....	6
1.3. Hausse de la demande pour les agences de conseil en vote .....	6
1.4. Influence potentielle ou perçue des agences de conseil en vote .....	7
1.5. Incidence potentielle des préoccupations relevées sur l'intégrité du marché.....	8
2. Synthèse des préoccupations .....	9
2.1. Conflits d'intérêts potentiels .....	9
2.2. Manque de transparence .....	9
2.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs .....	9
2.4. Conséquences perçues en matière de gouvernance .....	10
2.5. Importance du recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote .....	10
3. Environnement réglementaire actuel au Canada et à l'international.....	11
3.1. Canada .....	11
3.2. États-Unis.....	12
3.3. Initiatives réglementaires à l'international.....	13
4. Analyse des préoccupations exprimées et interventions réglementaires possibles.....	15
4.1. Conflits d'intérêts potentiels .....	16
4.1.1. Analyse.....	16
4.1.2. Solution possible.....	17
4.2. Manque de transparence .....	18
4.2.1. Analyse.....	18
4.2.2. Solution possible.....	18
4.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs .....	19
4.3.1. Analyse.....	20
4.3.2. Solution possible.....	20
4.4. Élaboration de normes de gouvernance.....	20
4.4.1. Analyse.....	21
4.4.2. Solution possible.....	21
4.5. Recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote .....	21

4.5.1. Analyse.....	22
5. Perspectives d'encadrement réglementaire.....	22
5.1. Possibilités de modification de régimes existants .....	23
5.1.1 Inscription à titre de « conseiller » .....	23
5.1.1.1 Analyse et conclusion .....	23
5.1.2. Obligations en matière de sollicitation de procurations .....	24
5.1.2.1. Analyse et conclusion .....	24
5.2. Institution d'un nouveau régime.....	25
5.2.1. Régime d'obligations et d'information.....	25
5.2.2. Autres régimes possibles envisagés .....	26
5.3. Questions en vue de la consultation.....	27
Consultation.....	30
Annexe A .....	33
1. France .....	33
2. Commission européenne .....	34
3. Document de discussion de l'AEMF .....	35

## Introduction

Le présent document de consultation (le « document de consultation ») a pour objet d'offrir un forum de discussion sur certaines préoccupations exprimées au sujet des services des agences de conseil en vote et de leur incidence possible sur les marchés financiers du Canada, et de circonscrire, s'il y a lieu, les mesures que les autorités en valeurs mobilières du Canada devraient prendre pour y répondre.

Les préoccupations au sujet des agences de conseil en vote qui ont été soulevées par les participants au marché, principalement des émetteurs et leurs conseillers, tombent dans les catégories suivantes : i) les conflits d'intérêts potentiels; ii) l'impression de manque de transparence; iii) les inexactitudes potentielles et le dialogue limité avec les émetteurs; iv) les conséquences possibles sur la gouvernance; et v) l'importance du recours des investisseurs institutionnels aux recommandations des agences de conseil en vote.

Nous prenons acte de ces préoccupations non sans noter que les relations entre conseillers en vote et leurs clients sont d'ordre commercial (c'est-à-dire contractuel), que les investisseurs institutionnels ont recours aux services de ces conseillers pour des motifs légitimes et que ces services ne font actuellement l'objet d'aucun encadrement réglementaire. Toutefois, dans le contexte canadien, on en sait peu sur l'utilisation que les investisseurs institutionnels font de ces services et sur la mesure dans laquelle ils y ont recours et partagent les préoccupations susmentionnées. Par ailleurs, l'incidence de ces sujets de préoccupation sur l'intégrité du marché reste à préciser.

Étant donné ces incertitudes, la présente consultation vise deux objectifs. Premièrement, nous souhaitons recueillir de l'information et des opinions sur les préoccupations des participants au marché pour éclairer notre analyse et déterminer s'il est nécessaire de réglementer les agences de conseil en vote. Dans le présent document de consultation, nous expliquons ce que les préoccupations exprimées signifient selon nous et nous demandons aux intéressés de répondre aux questions qui figurent dans la dernière partie.

Deuxièmement, nous souhaitons définir les possibilités d'intervention réglementaire pour répondre aux préoccupations exprimées et les régimes qui pourraient être envisagés à cette fin. Nous invitons les intéressés à se prononcer sur ces points. Nous étudions ci-après diverses possibilités, mais nous pourrions décider, compte tenu des commentaires reçus et de l'incidence de ces sujets de préoccupation sur l'intégrité de nos marchés, que d'autres solutions sont préférables et qu'il n'est pas nécessaire d'intervenir.

Dans la première partie du présent document de consultation, nous indiquons sommairement ce que nous comprenons des activités des agences de conseil en vote, des divers services qu'elles offrent à leurs clients et du rôle qu'elles et leurs clients jouent dans nos marchés des capitaux. Dans la deuxième partie, nous faisons un survol des préoccupations exprimées par certains participants au marché. Dans la troisième partie, nous traitons de l'environnement réglementaire au Canada et à l'international. Dans la quatrième partie, nous analysons les préoccupations et les interventions réglementaires possibles. Dans la cinquième partie, nous abordons les régimes en valeurs mobilières, existants et nouveaux, sur lesquels nous pourrions nous appuyer pour réglementer ces agences s'il s'avérait justifié de le faire.

Nous invitons les intervenants à nous faire part de leurs commentaires ou clarifications sur les préoccupations exprimées et les interventions possibles.

## 1. Contexte

### 1.1. Services des agences de conseil en vote

Les agences qui offrent des services-conseils en vote par procuration analysent les questions soumises au vote lors des assemblées des actionnaires (par les émetteurs ou les actionnaires) et font des recommandations de vote à leurs clients, généralement des investisseurs institutionnels. Elles peuvent notamment formuler des recommandations aussi bien sur des questions courantes de gouvernance que sur des regroupements d'entreprises très complexes au sujet desquels les actionnaires doivent se prononcer.

En règle générale, les agences de conseil en vote formulent des recommandations de vote d'après la conformité de l'émetteur aux pratiques ou normes de gouvernance qu'elles recommandent pour la période de sollicitation de procurations. En matière de regroupements d'entreprises, elles peuvent aussi examiner les conditions des opérations et les documents qui s'y rapportent. Elles peuvent également faire des recommandations sur mesure à leurs clients en fonction des politiques de vote de ces derniers. Tout investisseur institutionnel peut leur demander de présenter des instructions de vote fondées sur leurs lignes directrices ou sur les siennes.

Les agences de conseil en vote peuvent aussi offrir des services de vote automatique par lesquels les droits de vote rattachés aux actions du client sont exercés automatiquement selon leurs recommandations ou une politique conçue par le client. Le client peut passer outre aux recommandations et voter de nouveau avant l'échéance prévue.

Les agences peuvent apporter leur assistance pour exécuter les tâches administratives liées au suivi des nombreuses décisions de vote en offrant notamment une plateforme complète de vote par procuration qui leur permet de recevoir les bulletins de vote par procuration des clients, de collaborer avec les banques dépositaires, de voter pour les clients, de conserver des dossiers de vote et de fournir des rapports complets sur l'information contenue dans le système au sujet des assemblées, des scrutins et des comptes.

Certaines agences fournissent non seulement des conseils en vote par procuration et des services de vote aux investisseurs institutionnels, mais elles offrent aussi aux émetteurs des conseils en gouvernance ou leur attribuent des indicateurs de risque en la matière.

Au Canada, le secteur du conseil en vote par procuration est dominé par deux sociétés, Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) et Glass, Lewis & Co (Glass Lewis). Le siège social de ces entreprises se trouve aux États-Unis.

ISS est une filiale de MSCI, Inc., société qui fournit des outils d'aide à la prise de décision d'investissement, comme des indices et des analyses du risque et du rendement de portefeuilles, ainsi que des outils de gouvernance à des clients tels que de grandes caisses de retraite et de petits fonds de couverture spécialisés.

Glass Lewis est une filiale en propriété exclusive du Régime de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario (Teachers). Teachers place l'actif de la caisse et administre les rentes de retraite des enseignantes et enseignants actifs et retraités de l'Ontario.

On estime qu'aux États-Unis, ISS contrôle environ 61 % du marché, Glass Lewis environ 36 % et les autres agences de conseil en vote américaines les 3 % restants, d'après la taille du

portefeuille de l'ensemble des clients institutionnels de ces agences<sup>1</sup>. À notre connaissance, il n'existe pas de statistiques analogues pour le marché canadien.

## 1.2. Rôle des investisseurs institutionnels

Les conseillers en vote jouent un rôle important dans les marchés des capitaux parce qu'ils recueillent de l'information, font des recherches, établissent des normes de vote par défaut et facilitent la participation des investisseurs aux assemblées des actionnaires.

En ce qui concerne les investisseurs institutionnels canadiens et leur obligation de voter, il apparaît que ceux qui détiennent leur participation pour le compte de leurs clients ou les bénéficiaires d'un régime seraient redevables envers ceux-ci de la gestion des actifs qu'ils détiennent en leur nom et qu'ils seraient généralement tenus d'exercer les droits de vote rattachés aux actions qu'ils détiennent<sup>2</sup>. La plupart des organisations qui s'expriment au nom des investisseurs institutionnels insistent sur l'importance d'être un « investisseur actif », ce qui signifie généralement que ces investisseurs devraient exercer tous leurs droits de vote et le faire de façon éclairée<sup>3</sup>.

Cet engagement des investisseurs institutionnels peut rapprocher les intérêts des actionnaires et des dirigeants parce que, vu l'importance de leurs participations et de leur niveau de compétence, ces investisseurs peuvent agir comme représentants motivés d'une variété d'actionnaires.

Pour prendre leurs décisions de vote, les investisseurs institutionnels peuvent recourir aux services des agences de conseil en vote de diverses façons et à divers degrés. De manière générale, il semblerait que ceux qui disposent d'équipes spécialisées en matière de gouvernance et de vote s'abonnent aux rapports de recherche et aux recommandations d'une ou de plusieurs agences pour se former une opinion, tandis que les petits investisseurs institutionnels ne disposent peut-être pas des ressources internes nécessaires pour effectuer des recherches et sont par conséquent plus susceptibles de s'en remettre aux recherches et aux recommandations des agences pour voter<sup>4</sup>.

## 1.3. Hausse de la demande pour les agences de conseil en vote

Ces dernières années, la demande pour les services des agences de conseil en vote a enregistré une hausse pour plusieurs raisons, dont la croissance générale des prises de participation d'investisseurs institutionnels dans une vaste gamme d'émetteurs et la pression accrue que ces investisseurs subissent pour exercer efficacement leurs responsabilités de gérance.

Le resserrement des obligations d'information continue ainsi que le nombre et la complexité des questions sur lesquelles les actionnaires sont appelés à voter en assemblée ont aussi gonflé le volume des documents d'information. Ces facteurs, alliés aux contraintes de temps imposées par la courte période de sollicitation de procurations au Canada, ont probablement poussé à la

<sup>1</sup> Tamara C. Belinfanti, « The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control », *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, printemps 2009, p. 12 à 14.

<sup>2</sup> Davies Ward Phillips and Vineberg LLP, *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, octobre 2011 (le « mémoire de Davies »), p. 169.

<sup>3</sup> *Ibid.*, p. 169. Au Canada, la Coalition canadienne pour une bonne gouvernance traite aussi de cette question dans son *Statement of Principles Regarding Member Activism* du 16 février 2005, [www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Statement\\_of\\_Principles-Member\\_Activism\\_Rev\\_Version\\_-\\_Feb\\_16\\_2005\\_.pdf](http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Statement_of_Principles-Member_Activism_Rev_Version_-_Feb_16_2005_.pdf).

<sup>4</sup> U.S. Government Accountability Office Report to Congressional Requesters, *Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, juin 2007 (le « rapport du GAO »), p. 16.

hausse la demande en analyses et en recommandations des agences de conseil en vote de la part des investisseurs institutionnels.

L'influence apparente des recommandations de vote de ces agences s'est accrue avec l'augmentation de la demande pour les conseils en vote par procuration. Certains observateurs ont donc pu affirmer que ces recommandations peuvent se solder par la réussite ou l'échec des résolutions des actionnaires<sup>5</sup>.

#### 1.4. Influence potentielle ou perçue des agences de conseil en vote

L'influence potentielle ou perçue des agences de conseil en vote sur les investisseurs institutionnels et individuels est une question complexe. Comme nous l'avons vu, les conseillers en vote peuvent jouer un rôle important, surtout pour les investisseurs qui n'ont pas l'expertise voulue pour s'exprimer sur les questions soumises aux actionnaires, qui ne disposent pas des ressources internes nécessaires pour faire des recherches ou qui estiment qu'il est approprié, dans certaines situations, de se fonder sur des recommandations externes pour exercer leurs droits de vote. Les agences de conseil en vote fournissent aux autres investisseurs de l'information, des analyses et des recherches complémentaires qui peuvent améliorer globalement la qualité des votes.

Au Canada, à l'heure actuelle, l'influence potentielle des recommandations des agences de conseil en vote pourrait être importante parce qu'en moyenne, environ 32 % des actions des émetteurs inscrits à la Bourse de Toronto appartiennent à des investisseurs institutionnels<sup>6</sup>.

Il est à prévoir que certains facteurs contribueront à accroître le volume de votes par procuration. Or cette croissance pourrait s'accompagner d'un recours accru aux agences de conseil en vote<sup>7</sup>. Toutefois, l'importance du recours des investisseurs institutionnels à ces agences prête à controverse. D'aucuns avancent qu'il s'agit, aux yeux de certains d'entre eux, d'une sorte d'assurance contre les critiques des organismes de réglementation, particulièrement aux États-Unis, parce que ces investisseurs considèrent que les conseils des agences de conseil en vote font partie des procédures de contrôle diligent à suivre pour s'acquitter de leurs obligations fiduciaires (voir par exemple le mémoire du Centre<sup>8</sup> présenté à la Securities and Exchange Commission (SEC))<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> Paul H. Edelman et Randall S. Thomas, « Selectica Resets the Trigger on the Poison Pill: Where Should the Delaware Courts Go Next? », Vanderbilt University Law School, Public Law and Legal Theory, Working Paper Number 11-20, juin 2011, p. 40 : « [traduction] les conseillers en vote comme Risk Metrics peuvent influencer sur les décisions de vote des investisseurs institutionnels. Les tribunaux et les universitaires reconnaissent que les recommandations de ces conseillers peuvent avoir une incidence profonde sur le résultat des scrutins. » Voir aussi le mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

<sup>6</sup> Recherche dans les données de Bloomberg (janvier 2012) selon le pourcentage moyen des participations d'investisseurs institutionnels dans 1 114 des 1 500 émetteurs inscrits à la cote de la Bourse de Toronto (il n'existe pas de données sur ces participations pour tous les émetteurs).

<sup>7</sup> Center on Executive Compensation (le « Centre »), *A call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight*, janvier 2011, p. 15 à 19 et 21.

<sup>8</sup> Situé à Washington, le Centre élabore et promeut des pratiques de rémunération et de gouvernance fondées sur des principes. Il plaide en faveur de politiques de rémunération qui soient dans l'intérêt des actionnaires (site Web du Centre : <http://www.execcomp.org/>)

<sup>9</sup> Mémoire du Centre daté du 25 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC sur le régime américain de vote par procuration publié le 14 juillet 2010 (le « document de consultation de la SEC »), p. 3 : « [traduction] Une des principales raisons pour lesquelles les investisseurs institutionnels ont recours aux agences de conseil en vote, aux États-Unis, est une interprétation proposée par la SEC en 2003, selon laquelle les conseillers en placements peuvent remplir leur obligation d'exercer les droits de votes rattachés à leurs procurations et démontrer

Selon certaines études américaines, de 15 à 20 % des clients d'ISS ont autorisé cette société, la plus importante agence de conseil en vote d'Amérique du Nord, à exercer automatiquement et comme bon lui semble les droits de votes rattachés à leurs procurations<sup>10</sup>.

Nous constatons toutefois que les investisseurs institutionnels suivent généralement les politiques et les recommandations de ces agences en matière de gouvernance parce qu'ils les ont étudiées et y souscrivent ou, s'ils n'ont pas étudié la question indépendamment, sont disposés à s'y fier parce qu'ils estiment que les lignes directrices de ces agences en matière de vote sont conformes à leurs opinions ou à leurs lignes directrices<sup>11</sup>. On pourrait considérer que l'influence potentielle des agences est positive dans la mesure où elles fondent leurs recommandations sur les opinions et les préférences des investisseurs institutionnels canadiens en matière de gouvernance. De ce point de vue, leur influence potentielle n'est pas nécessairement négative.

Il est difficile de dire si les recommandations des agences de conseil en vote ont une incidence indirecte sur les investisseurs individuels. Les recommandations des conseillers en vote au sujet des questions sur lesquelles les actionnaires sont appelés à voter sont parfois très médiatisées. Dans les élections contestées, par exemple, les émetteurs et les actionnaires dissidents diffusent couramment des communiqués faisant état des recommandations en leur faveur, recommandations qui sont jugées assez importantes pour être relayées par les médias. Au moins un auteur estime cependant que ces investisseurs sont probablement influencés par le « [traduction] déluge de reportages qui accompagne souvent les recommandations officielles de ces agences<sup>12</sup> ».

Des témoignages anecdotiques indiquent que les émetteurs peuvent se sentir forcés d'accepter les politiques de gouvernance des agences de conseil en vote, que ces politiques tiennent dûment compte ou non des facteurs clés et de leur situation<sup>13</sup>.

### 1.5. Incidence potentielle des préoccupations relevées sur l'intégrité du marché

Certains participants au marché invoquent l'influence potentielle des agences de conseil en vote sur le résultat des scrutins et la gouvernance des émetteurs ainsi que l'incidence négative des conflits d'intérêts et du manque de transparence (voir ci-dessous) pour réclamer un encadrement réglementaire de ce secteur. Les critiques soutiennent également que l'intégrité du marché peut être d'autant plus compromise que la concurrence est limitée dans le secteur du conseil en vote par procuration, à tel point que les forces du marché (l'offre et la demande) n'agissent pas suffisamment sur la qualité des recommandations des agences.

---

qu'ils ne sont pas, ce faisant, en conflit d'intérêts en votant conformément à une politique préétablie et selon les recommandations d'un tiers indépendant. Or les agences de conseil en vote sont considérées comme des tiers indépendants. Par conséquent, si les investisseurs institutionnels se fient à leurs recommandations, ils sont réputés avoir rempli leurs obligations fiduciaires de voter dans l'intérêt des investisseurs. »

<sup>10</sup> Tamara C. Belinfanti, ci-dessus, note 1, p. 15. Voir aussi, Paul Rose, « The Corporate Governance Industry », *The Journal of Corporation Law*, été 2007, p. 103.

<sup>11</sup> Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

<sup>12</sup> John Mackie, « Failed TMX Bid Puts Spotlight on Proxy Advisory Firms », *Business Law Currents*, 30 juin 2011.

<sup>13</sup> Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, mémoire du 19 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 5. *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, 23 septembre 2010, p. 23 : « [traduction] Les agences de conseil en vote semblent élaborer annuellement de nouvelles politiques qui constituent les meilleures pratiques pour les conseils d'administration, puis se servir du "bâton" d'une recommandation d'abstention pour les administrateurs qui ne suivent pas leur conception courante des meilleures pratiques ». Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

Selon nous, il peut être approprié que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) envisagent d'encadrer les agences de conseil en vote si les sujets de préoccupation susmentionnés s'avèrent réels et nuisent à l'intégrité des marchés des capitaux du Canada. Le présent document de consultation vise donc à recueillir de plus amples renseignements pour évaluer la validité des préoccupations exprimées au sujet des activités des conseillers en vote, leur incidence sur les marchés des capitaux et, si cela est justifié, la nécessité d'une intervention réglementaire, de même qu'à proposer l'intervention appropriée.

## **2. Synthèse des préoccupations**

Dans la présente section, nous exposons les préoccupations exprimées par certains participants au marché, principalement des émetteurs et leurs conseillers juridiques, ainsi que leur incidence potentielle.

Nous les abordons en plus ample détail, avec notre analyse des facteurs atténuants, dans la quatrième partie.

### **2.1. Conflits d'intérêts potentiels**

Il peut y avoir conflit d'intérêts lorsqu'une agence de conseil en vote fournit des recommandations de vote à des investisseurs institutionnels sur des questions de gouvernance au sujet desquelles elle a déjà conseillé l'émetteur. La structure de propriété de certaines agences peut également nuire à leur indépendance. Les clients institutionnels d'une agence de conseil en vote pourraient aussi être les instigateurs d'une résolution d'actionnaires qui pourrait faire l'objet d'une recommandation positive de l'agence.

Les conflits d'intérêts potentiels peuvent compromettre l'indépendance des recommandations de vote ou donner l'impression qu'elles ne sont pas crédibles. Les conflits d'intérêts potentiels qui ne sont pas correctement dépistés et gérés peuvent être considérés comme nuisibles à l'intégrité du processus de vote.

### **2.2. Manque de transparence**

Il semblerait que les préoccupations relatives au manque de transparence résultent de la conjugaison i) du manque d'information sur la façon dont les agences de conseil en vote formulent leurs recommandations de vote et ii) de la non-publication des rapports en tant que tels. Le manque de transparence fait craindre que les émetteurs et les investisseurs ne soient pas en mesure d'évaluer pleinement la qualité de l'information et de l'analyse qui sous-tendent les recommandations de vote et leur bien-fondé, ce qui pourrait nuire à l'intégrité de nos marchés des capitaux. Les rapports sur les recommandations de vote étant le produit d'une relation commerciale entre les agences de conseil en vote et leurs clients, ils ne sont fournis qu'aux abonnés, mais ces derniers, ainsi que les émetteurs ou d'autres intéressés, peuvent les communiquer aux médias pour des raisons stratégiques.

### **2.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs**

Certains émetteurs craignent que les inexactitudes apparentes relevées dans les rapports des conseillers en vote puissent conduire à des décisions mal éclairées si les investisseurs institutionnels s'appuient substantiellement sur des analyses déficientes sous-tendant les recommandations de vote. Cette préoccupation est particulièrement vive dans les cas où il faut se prononcer sur des questions complexes et controversées comme les regroupements d'entreprises ou lorsque le scrutin est serré.

Les émetteurs trouvent également que le processus de dialogue avec les agences de conseil en vote dans ces situations est souvent confus. Cependant, on ignore si les inexactitudes figurant dans les rapports sont de simples divergences d'opinion entre les émetteurs et les agences de conseil en vote ou s'il s'agit de recommandations mal éclairées.

#### **2.4. Conséquences perçues en matière de gouvernance**

On craint également que les agences de conseil en vote ne soient devenues des normalisatrices de fait en matière de gouvernance et que les émetteurs ne soient par conséquent contraints d'adopter certaines normes uniformes qui ne leur conviennent peut-être pas complètement. Un sondage effectué en 2010 par le Centre révèle que 54 % des répondants avaient modifié ou adopté un plan, une politique ou une pratique de rémunération au cours des trois années précédentes principalement pour respecter les normes d'une agence de conseil en vote<sup>14</sup>.

Comme preuve supplémentaire de l'influence des conseillers en vote sur la gouvernance, signalons que certains cabinets d'avocats canadiens spécialisés en droit des sociétés conseillent à leurs clients émetteurs de consulter les lignes directrices canadiennes d'ISS en matière de vote par procuration et les mises à jour d'ISS sur la politique en matière de gouvernance au Canada<sup>15</sup>.

Reconnaissons toutefois que cette influence sur les pratiques de gouvernance peut être bénéfique pour les investisseurs puisqu'elle peut mener à l'adoption de meilleures pratiques en la matière.

#### **2.5. Importance du recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote**

À ce jour, nous n'avons reçu aucune plainte de la part des investisseurs institutionnels abonnés aux services d'agences de conseil en vote. Cependant, comme nous l'avons mentionné, certains participants au marché craignent que les investisseurs institutionnels ne s'en remettent trop aux recommandations des agences de conseil en vote. Dans les faits, ils peuvent s'en remettre complètement aux recommandations, en votant automatiquement en fonction de celles-ci, ou partiellement, en faisant leurs propres recherches et en tenant compte des recommandations dans leurs analyses en vue du vote.

Les investisseurs institutionnels sont redevables envers leurs clients de la gestion des actifs qu'ils détiennent en leur nom. Ils doivent notamment exercer les droits de vote rattachés aux actions, que ce soit pour protéger la valeur des investissements à long terme ou pour approuver ou rejeter les mesures ou les événements susceptibles de leur nuire à court terme<sup>16</sup>.

Dans le contexte canadien, on en connaît peu sur le recours des investisseurs institutionnels aux services des agences de conseil en vote, et on ne sait guère si ces investisseurs ont des préoccupations au sujet des activités de ces agences mais n'ont pas beaucoup d'options en raison du manque de concurrence dans le secteur ou pour d'autres raisons.

Pour obtenir davantage de renseignements à ce sujet de la part des investisseurs institutionnels, nous posons certaines questions à la fin du présent document de consultation.

<sup>14</sup> Centre, ci-dessus, note 7, p. 4.

<sup>15</sup> Voir par exemple Stikeman Elliott S.E.N.C.R.L., s.r.l., *Continuous Disclosure Guide – 2011* (1<sup>er</sup> mars 2011), Canadian Securities Law, [www.canadiansecuritieslaw.com/2011/03/articles/continuous-timely-disclosure/continuous-disclosure-guide-2011/](http://www.canadiansecuritieslaw.com/2011/03/articles/continuous-timely-disclosure/continuous-disclosure-guide-2011/), et McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l., *Management Proxy Circular Disclosure (and related matters) – Aide-mémoire*, [www.mccarthy.ca/pubs/Management\\_Proxy\\_Circular\\_Disclosure.pdf](http://www.mccarthy.ca/pubs/Management_Proxy_Circular_Disclosure.pdf), p. 5.

<sup>16</sup> Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 169.

### 3. Environnement réglementaire actuel au Canada et à l'international

#### 3.1. Canada

À l'heure actuelle au Canada, les autorités en valeurs mobilières n'encadrent pas les agences de conseil en vote, mais elles se sont déjà intéressées à leurs activités, jusqu'à un certain point, particulièrement dans le contexte de la réglementation de l'inscription et de la sollicitation de procurations.

Selon le régime d'inscription, le conseiller est la personne qui exerce ou se présente comme exerçant l'activité consistant à conseiller autrui en matière d'investissement en valeurs ou d'achat, de souscription ou de vente de valeurs<sup>17</sup>. Or, d'après la description ci-dessus de leurs activités, les conseillers en vote ne conseillent pas leurs clients en matière d'achat, de souscription ou de vente de valeurs, mais se contentent de les conseiller sur l'exercice des droits de vote rattachés aux titres qu'ils possèdent déjà.

Il convient néanmoins de noter qu'en 2003, Fairvest Corporation, qui s'appelle désormais Institutional Shareholder Services Canada Corp. (filiale canadienne d'ISS), a été dispensée de nos exigences d'inscription à titre de conseiller à condition que les résolutions concernant des regroupements d'entreprises (c'est-à-dire des résolutions qui peuvent se traduire par l'exécution d'opérations sur titres) ne dépassent pas 5 % du total des résolutions au cours d'un exercice<sup>18</sup>.

En ce qui concerne le régime de sollicitation de procurations, le *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* (le « Règlement 51-102 »), qui s'applique aux émetteurs assujettis en général, prévoit une définition de l'acte de « solliciter ». La fourniture de conseils en vote par procuration pourrait être visée par le paragraphe c de cette définition, ce qui signifierait que cette activité entraîne les obligations en matière de sollicitation de procurations prévues à la partie 9 de ce règlement.

Cependant, pour clarifier les obligations des agences de conseil en vote, les conseils en vote par procuration sont exclus de la définition de « solliciter » s'ils sont communiqués aux clients (porteurs de titres) dans le cours normal des activités et non pour le compte d'une personne sollicitant des procurations. Par conséquent, dans ces circonstances, les conseils n'entraînent pas les obligations d'information relatives à la sollicitation de procurations prévues par le Règlement 51-102.

Les parties pertinentes de la définition sont les suivantes :

« solliciter » : à propos d'une procuration, notamment les actes suivants :

[...]

- c) envoyer un formulaire de procuration ou toute autre communication à un porteur dans des circonstances qui, pour une personne raisonnable, amèneront probablement ce porteur à donner, refuser ou révoquer une procuration;

[...]

à l'exclusion des actes suivants :

<sup>17</sup> Se reporter à la définition de « conseiller » dans chacune de nos lois sur les valeurs mobilières.

<sup>18</sup> À l'époque, Fairvest Corporation avait demandé la dispense parce qu'elle fournissait parfois des conseils en vote par procuration relativement à des opérations structurelles comme des regroupements d'entreprises ou d'autres types de réorganisations qui pouvaient influencer sur la décision d'investir dans des titres, d'en souscrire, d'en acheter ou d'en vendre. Ces opérations représentaient une petite part des résolutions au sujet desquelles elle fournissait des conseils en matière de vote par procuration.

[...]

- k) envoyer aux porteurs une communication, à l'exception d'une sollicitation faite par la direction de l'émetteur assujetti ou en son nom, dans l'un des cas suivants :

[...]

- iii) la communication [leur] est faite, à titre de client[s], par une personne qui fournit des conseils en matière de finances, de gouvernance ou de vote par procuration dans le cours normal de ses activités et porte sur des conseils relatifs au vote par procuration, lorsque les conditions suivantes sont réunies :
- A) la personne déclare aux porteurs ses relations significatives avec l'émetteur assujetti et les membres du même groupe que lui ou avec un porteur qui a présenté à cet émetteur une question qu'il entend soumettre à l'assemblée des porteurs ainsi que ses intérêts importants dans un élément sur lequel elle donne ces conseils;
  - B) la personne ne reçoit une commission ou une rémunération spéciale en contrepartie de ces conseils que des porteurs à qui ils sont fournis;
  - C) ces conseils ne sont pas fournis au nom d'une personne sollicitant des procurations ou d'un candidat à l'élection des administrateurs;

On trouve des dispositions équivalentes dans la définition de « sollicitation » prévue à l'article 147 de la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (sous-paragraphe *vii* du paragraphe *b* de la définition) et dans l'article 68 du *Règlement sur les sociétés par actions de régime fédéral*.

Comme nous le verrons en plus ample détail dans la cinquième partie, nous sommes toujours d'avis qu'aucun de ces régimes ne convient pour réglementer les agences de conseil en vote.

### 3.2. États-Unis

Comme nous l'avons précisé, le siège social d'ISS et de Glass Lewis se trouve aux États-Unis. Outre ces deux sociétés, le secteur américain du conseil en vote par procuration comprend deux autres sociétés importantes, Marco Consulting Group et Egan-Jones Proxy Services. ISS et Marco Consulting Group se sont inscrites auprès de la SEC à titre de conseillers (*investment advisers*) en vertu de la loi de 1940 intitulée *The Investment Advisers Act* (la « Loi sur les conseillers ») en se prévalant de la dispense pour les conseillers en régimes de retraite évoquée ci-après<sup>19</sup>. Par conséquent, ces sociétés sont tenues de fournir certains renseignements, notamment au sujet des ententes avec leurs clients qui occasionnent des conflits d'intérêts, et d'adopter, de mettre en œuvre et de réviser annuellement un programme interne de conformité reposant sur des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour les empêcher, ainsi que les personnes qu'elles supervisent, d'enfreindre la Loi sur les conseillers<sup>20</sup>.

La SEC décrit la réglementation actuelle de ces agences en vertu de la législation fédérale américaine en valeurs mobilières dans le document de consultation abordé à la rubrique 3.3, ci-

<sup>19</sup> Document de consultation de la SEC, ci-dessus, note 9, p. 109. Aux États-Unis, l'« investment adviser », au sens de la Loi sur les conseillers, est la personne qui donne des conseils à autrui sur la valeur de titres, que ce soit pour y investir, en souscrire, en acheter ou en vendre, ou qui publie des rapports ou des analyses concernant des titres, contre rémunération.

<sup>20</sup> *Ibid.*, p. 113.

après. Selon leurs activités, ces agences peuvent être assujetties à cette législation au moins à deux égards. La SEC décrit la réglementation fédérale actuelle des agences de conseil en vote américaines en ces termes :

[Traduction] Premièrement, étant donné la grande portée de la définition de « sollicitation », les agences de conseil en vote peuvent être soumises à nos règlements sur la sollicitation de procurations du fait qu'elles émettent des recommandations concertées en vue de l'obtention, du refus ou de la révocation d'une procuration. En règle générale, la fourniture de conseils en vote par procuration est assimilée à la « sollicitation » [...] mais nous avons adopté la Rule 14a-2(b)(3) de la loi intitulée *Securities Exchange Act* pour dispenser la fourniture de tels conseils par un conseiller à toute personne avec laquelle il entretient une relation d'affaires des obligations d'information et de dépôt prévues par les règles fédérales relatives aux procurations, à certaines conditions.

[...]

Même dispensée de ces obligations, la fourniture de conseils en vote par procuration reste néanmoins soumise à l'interdiction, prévue par la Rule 14a-9, de faire des déclarations fausses ou trompeuses.

Deuxièmement, les agences de conseil en vote entrent dans la définition de « conseiller » prévue par la Loi sur les conseillers lorsqu'elles offrent certains services. Elles sont donc assujetties aux règlements pris en vertu de cette loi [...] Les agences de conseil en vote fournissent des analyses de résolutions des actionnaires, de candidatures aux postes d'administrateur et d'événements de marché ainsi que des conseils sur certains votes de manière à aider leurs clients institutionnels à atteindre leurs objectifs de placement à l'égard des titres comportant droit de vote qu'ils détiennent. Ce faisant, elles remplissent les conditions de la définition de « conseiller » parce qu'elles publient des rapports ou des analyses concernant des titres et conseillent autrui sur la valeur de titres contre rémunération<sup>21</sup>.

Les agences de conseil en vote peuvent avoir à s'inscrire auprès de la SEC comme conseillers. La SEC indique ce qui suit :

[Traduction] L'inscription des conseillers auprès de la Commission dépend de plusieurs facteurs. Il leur est généralement interdit de s'inscrire s'ils gèrent moins de 25 millions de dollars d'actifs. Or il est peu probable que les agences de conseil en vote gèrent suffisamment d'actifs pour s'inscrire auprès de la Commission parce qu'habituellement, elles ne gèrent pas les actifs de leurs clients. Elles peuvent néanmoins avoir la permission de s'inscrire parce qu'elles ont droit à une des dispenses de l'interdiction de s'inscrire selon la Rule 203A-2 de la Loi sur les conseillers. Certaines d'entre elles peuvent notamment se prévaloir de la dispense pour conseillers en régimes de retraite si elles comptent parmi leurs clients des régimes de retraite d'une valeur minimale totale de 50 millions de dollars<sup>22</sup>.

### 3.3. Initiatives réglementaires à l'international

Divers organismes de réglementation internationaux s'intéressent aussi au rôle des agences de conseil en vote et aux options d'encadrement qui s'offrent.

<sup>21</sup> *Ibid.*, p. 107 à 110. Voir aussi la définition d'« investment adviser » à la note 19.

<sup>22</sup> *Ibid.*, p. 112 et 113.

Aux États-Unis, la SEC a entamé une consultation en publiant en juillet 2010 son document de consultation pour évaluer la problématique réglementaire et les options qui permettraient d'y remédier sans toutefois proposer de régime particulier.

Le document de consultation de la SEC traitait de divers aspects du régime américain de sollicitation de procurations et comportait une section consacrée aux agences de conseil en vote.

Le document de consultation de la SEC faisait état des doléances que les participants au marché ont exprimées relativement au manque d'exactitude et de transparence des recommandations de ces agences. Il évoquait également l'apparence de conflits d'intérêts dans lequel elle se placent en fournissant des recommandations de vote par procuration aux investisseurs institutionnels et des conseils aux émetteurs qui ont besoin d'assistance pour formuler les résolutions soumises aux actionnaires ou pour améliorer la notation de leur gouvernance.

Dans notre analyse des préoccupations des participants au marché, nous avons examiné les commentaires adressés à la SEC au sujet des agences de conseil en vote. Les intervenants comptaient notamment des émetteurs, des investisseurs institutionnels, des cabinets d'avocats, des universitaires, les agences de conseil en vote et des associations professionnelles.

Certains grands thèmes se dégagent des commentaires :

- Les intervenants s'entendent pour dire que les services-conseils en vote par procuration ont une incidence sur le processus de vote par procuration et que les agences de conseil en vote influent sur le résultat des scrutins et le comportement des sociétés. Les investisseurs institutionnels estiment cependant que l'on exagère l'influence sur le résultat des scrutins.
- Les intervenants s'accordent à dire que les actionnaires institutionnels auront de plus en plus recours aux recherches et aux recommandations des agences de conseil en vote.
- Les agences de conseil en vote aident les investisseurs institutionnels à gérer leurs responsabilités en matière de vote. Les grands investisseurs institutionnels ont des politiques internes et utilisent surtout les conseils de ces agences pour se renseigner, tandis que les petits ne disposent peut-être pas du personnel nécessaire pour évaluer pleinement toutes les questions soumises au vote et peuvent conclure, pour des raisons de coût, qu'il convient de voter largement ou complètement en fonction des recommandations des agences.
- Sur la question des conflits d'intérêts, d'aucuns estiment que l'habitude actuelle d'utiliser des phrases passe-partout est inadéquate : il faudrait mentionner les conflits expressément et de manière exhaustive. Certains intervenants recommandent d'interdire les conflits d'intérêts et d'autres, d'instaurer une séparation totale entre les activités de conseil en vote et les services-conseils au sein des agences qui offrent des services-conseils aux sociétés cotées.
- Les intervenants s'entendent également pour dire qu'il faudrait communiquer les règles méthodologiques et les motifs des recommandations de vote. Les investisseurs seront mieux placés pour comprendre et évaluer les recommandations de vote s'ils ont davantage d'information sur les critères et les processus utilisés.
- Presque tous les émetteurs déclarent s'inquiéter que les rapports sur les recommandations de vote contiennent des erreurs et qu'ils n'ont guère la possibilité de les faire corriger par les agences de conseil en vote. Nombre d'entre eux estiment que les agences devraient se doter de procédures garantissant l'exactitude factuelle et la fiabilité de leurs publications et offrant aux émetteurs la possibilité de les examiner et de les commenter.

À la date de la présente publication, nous ne connaissons pas l'échéancier ni les projets réglementaires de la SEC dans ce domaine. Nous suivrons de près l'évolution de la situation aux États-Unis.

En 2009, la commission de la Bourse de New York sur la gouvernance a effectué un examen exhaustif des principes de gouvernance. Dans son rapport du 23 septembre 2010, elle a indiqué, dans le principe 8 relatif aux agences de conseil en vote, qu'elle « [traduction] prend acte de l'influence des agences de conseil en vote sur le marché et estime qu'elles devraient être tenues à des normes adéquates de transparence et de responsabilité ».

La commission a recommandé ce qui suit :

1. la SEC devrait étudier le rôle des agences de conseil en vote pour établir leur incidence potentielle, notamment sur la gouvernance et le comportement des sociétés, et déterminer s'il convient de les réglementer davantage;
2. les agences de conseil en vote devraient au moins avoir l'obligation de communiquer les politiques et méthodes qu'elles suivent pour formuler leurs recommandations de vote ainsi que les conflits d'intérêts importants, et se doter de codes de conduite rigoureux pour agir avec discernement, exactitude et équité envers les actionnaires et les sociétés;
3. les agences de conseil en vote devraient être tenues de publier les réponses des sociétés à leurs analyses et conclusions<sup>23</sup>.

Des initiatives analogues, dont les suivantes, ont été entreprises en Europe.

1. L'Autorité des marchés financiers de la France (l'« AMF française ») a publié le 18 mars 2011 la *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote*, qui traite notamment des normes que les agences de conseil en vote doivent respecter pour promouvoir la transparence et gérer les conflits d'intérêt.
2. La Commission européenne a publié pour consultation le 5 avril 2011 le Livre vert intitulé *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE* en vue d'évaluer la nécessité d'améliorer la gouvernance des sociétés cotées européennes.
3. L'Autorité européenne des marchés financiers a publié pour consultation le 22 mars 2012 le document de discussion intitulé *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*.

On trouvera de plus amples renseignements sur ces initiatives internationales à l'Annexe A.

#### **4. Analyse des préoccupations exprimées et interventions réglementaires possibles**

Dans la deuxième partie, nous avons fait état de certaines des préoccupations des participants au marché. Dans la présente partie, nous déterminerons si ces préoccupations soulèvent des questions d'intégrité du marché qui nécessitent une intervention réglementaire de la part des autorités en valeurs mobilières. Nous verrons également la mesure dans laquelle les conseillers en vote y apportent des solutions de leur plein gré sans qu'il soit nécessaire d'intervenir.

Dans l'ensemble, toute intervention devrait être proportionnelle à l'incidence potentielle de ces préoccupations sur l'intégrité du marché. Nous analyserons chaque préoccupation et, s'il y a lieu, aborderons les interventions qui permettraient d'y répondre.

<sup>23</sup> *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, 23 septembre 2010, p. 6.

Les intervenants sont invités à formuler des commentaires sur les préoccupations exprimées, notre analyse, les interventions réglementaires possibles ainsi que sur toute autre perspective intervention.

#### 4.1. Conflits d'intérêts potentiels

Les agences de conseil en vote peuvent conseiller des émetteurs en matière de gouvernance ou de rémunération de la haute direction ou les aider à élaborer des résolutions à présenter aux actionnaires. Certaines agences notent aussi la qualité des politiques de gouvernance des émetteurs et les conseillent en vue d'améliorer leur notation<sup>24</sup>. Par conséquent, les agences de conseil en vote peuvent fournir des recommandations de vote aux investisseurs institutionnels sur des questions de gouvernance au sujet desquelles elles ont conseillé l'émetteur.

De même, les clients institutionnels d'une agence de conseil en vote pourraient être les instigateurs d'une résolution d'actionnaires qui pourrait faire l'objet d'une recommandation de vote positive de l'agence.

La structure de propriété peut aussi occasionner des conflits. Par exemple, Glass Lewis est la propriété de Teachers, qui investit, en bourse et de façon privée, dans des émetteurs au sujet desquels Glass Lewis fait des recommandations.

La pratique actuelle semble être de fournir le minimum d'information dans le rapport pertinent, parfois sous forme de phrases passe-partout qui indiquent simplement que des conflits d'intérêts peuvent se produire<sup>25</sup>.

##### 4.1.1. Analyse

Nous observons que les agences de conseil en vote ont des politiques et des procédures en matière de conflits d'intérêts.

Par exemple, ISS gère les conflits potentiels en appliquant ses lignes directrices publiées en matière de politique de vote, en mettant en œuvre un programme de conformité (code de déontologie qui prescrit la conduite du personnel dans l'exercice de ses fonctions), en cloisonnant l'information pour atténuer les conflits entourant l'activité de conseil et en déclarant les conflits. Les clients sont informés des conflits potentiels et chaque rapport de recommandation de vote est assorti d'une mention indiquant que l'émetteur peut être client d'ISS. Les clients institutionnels peuvent communiquer avec les services juridiques d'ISS pour obtenir des renseignements précis<sup>26</sup>.

Glass Lewis indique quant à elle les conflits potentiels sur la page de couverture de ses rapports, notamment lorsqu'un client institutionnel soumet une résolution au vote. Elle précise également si un gestionnaire de portefeuille filiale d'une société cotée au sujet de laquelle elle rédige un rapport est abonné à ses recherches. En outre, lorsque Glass Lewis sait, parce que l'information

<sup>24</sup> ISS publie des « indicateurs de risque en matière de gouvernance ». Voir [www.issgovernance.com/grid-info](http://www.issgovernance.com/grid-info).

<sup>25</sup> Faculté de droit de l'Université Cornell, mémoire du 20 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 3. Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite, mémoire du 22 décembre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 3 : « [traduction] les formules générales sont inadéquates : les agences de conseil en vote devraient fournir des renseignements précis sur l'existence de conflits d'intérêt potentiels ». Voir aussi le document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 117.

<sup>26</sup> ISS, mémoire du 20 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 8.

est publique, que Teachers a une participation importante à déclarer dans une société qu'elle couvre, elle en fait mention sur la page de couverture du rapport qui la concerne<sup>27</sup>.

Bien que ce qui précède laisse entendre que les agences de conseil en vote prennent certaines mesures préventives, il reste à déterminer si toute l'information concernant leurs politiques et procédures est accessible au public et si sa publication contribuerait à répondre aux préoccupations exprimées sur la question des conflits d'intérêts.

#### 4.1.2. Solution possible

La réglementation des valeurs mobilières maîtrise les conflits d'intérêts potentiels par leur interdiction, l'adoption de politiques ou de procédures d'atténuation ou leur déclaration.

L'interdiction des conflits d'intérêts ne serait justifiée que s'il était clairement démontré qu'un quelconque conflit d'intérêts potentiel aurait des répercussions négatives importantes sur l'intégrité du marché. Nous ne croyons pas que l'interdiction pure et simple des conflits d'intérêts soit nécessaire ou opportune pour les agences de conseil en vote pour le moment.

Nous avons considéré les obligations que les analystes en recherche doivent remplir, en matière de conflits d'intérêts, lorsqu'ils publient des rapports ou font des recommandations d'achat ou de vente de titres. La règle 3400<sup>28</sup> des Règles des courtiers de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) établit les règles minimales quant aux procédures que doivent suivre les analystes travaillant pour les courtiers en placement. Nous pourrions évaluer la pertinence de ces dispositions dans l'élaboration d'un règlement applicable aux agences de conseil en vote. Nous notons cependant que les analystes sont plus directement visés par notre mandat de protéger les investisseurs et l'efficacité du marché.

Pour répondre adéquatement aux préoccupations exprimées, nous pourrions exiger que les agences de conseil en vote repèrent les conflits d'intérêts et les contrôlent au moyen de structures organisationnelles adéquates. Certaines de ces structures existent peut-être déjà mais ne sont pas totalement transparentes pour les autres participants au marché, puisque la réglementation n'oblige pas les agences de conseil en vote à communiquer de l'information à leur sujet.

Si les participants au marché conviennent qu'une intervention réglementaire est justifiée relativement aux conflits d'intérêts potentiels chez les agences de conseil en vote, nous demandons aux intervenants s'il convient d'obliger ces dernières à élaborer, à mettre en œuvre et à communiquer des politiques et des procédures pour les gérer.

Nous sollicitons notamment des commentaires sur les obligations éventuelles suivantes des agences de conseil en vote. Elles devraient :

1. séparer leur services de vote par procuration de leurs services-conseils;
2. se doter de politiques et de procédures conçues pour relever et gérer tout conflit d'intérêts potentiel survenant relativement à une recommandation de vote, notamment de politiques de gestion des conflits relatifs à leur personnel et à la propriété;

<sup>27</sup> Glass Lewis, mémoire du 18 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 10.

<sup>28</sup> <http://iirc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?linkType=link&kType=446&dbID=281205342&documentID=111>.

3. communiquer les procédures suivies pour atténuer ou gérer les conflits, et peut-être aussi qu'elles signalent les conflits dans les rapports remis à leurs clients;
4. vérifier régulièrement l'efficacité de ces politiques et procédures.

Les politiques et procédures en matière de conflits d'intérêts seraient communiquées sur le site Web des agences.

#### **4.2. Manque de transparence**

Les recommandations de vote des agences de conseil en vote et les méthodes qui président à leur formulation ne sont pas publiques parce que les abonnements des clients relèvent d'une relation contractuelle privée. Ces agences fournissent des rapports aux investisseurs institutionnels qui souscrivent un abonnement et nous savons que les émetteurs peuvent également s'y abonner. Les autres investisseurs n'obtiennent que des résumés des recommandations que les émetteurs, initiateurs ou cibles d'offres publiques insèrent généralement dans des communiqués.

Ordinairement, les rapports sur les recommandations de vote ne sont pas rendus publics. Étant donné que les agences de conseil en vote entretiennent une relation d'ordre commercial avec leurs clients, elles peuvent avoir de bonnes raisons de ne pas le faire.

Même si une recommandation est rendue publique, l'analyse sous-jacente n'est pas communiquée. L'analyse repose parfois sur l'application directe des politiques des conseillers en vote, mais il peut arriver qu'elle soit plus nuancée et complexe.

##### **4.2.1. Analyse**

D'après ce que nous avons pu constater, les recommandations de vote des agences de conseil en vote reposent généralement sur l'application de méthodes préétablies et de l'information publique. Il apparaît également qu'un analyste peut effectuer un examen subjectif et qu'il existe des procédures internes pour réviser les rapports avant de les finaliser.

L'absence d'information sur la manière dont les conseillers en vote formulent leurs recommandations de vote peut poser problème parce que les émetteurs et les investisseurs ne peuvent apprécier ni la qualité des données et de l'analyse sous-jacentes ni leur bien-fondé.

La question est de savoir si la communication des méthodes, modèles analytiques et hypothèses utilisés pour formuler une recommandation de vote permettrait au marché d'en évaluer le bien-fondé ou de connaître les raisons pour lesquelles une agence l'a formulée. Il pourrait aussi être utile de communiquer les sources importantes d'information publique qui ont été utilisées.

Ces renseignements supplémentaires pourraient améliorer la qualité et la crédibilité des recommandations de vote. On comprend mieux l'importance de communiquer l'analyse, par exemple, lorsque plusieurs agences de conseil en vote font une recommandation différente sur une même question soumise au vote des actionnaires : en l'absence de détails suffisants sur l'analyse sous-jacente, le client ne peut évaluer les différentes recommandations en connaissance de cause pour prendre sa décision.

Nous nous demandons cependant si la communication des méthodes et des modèles analytiques employés est nécessaire ou appropriée, compte tenu du fait que cette information mais aussi le processus de formulation des recommandations de vote sont sensibles sur le plan commercial et de nature exclusive. Nous invitons les intéressés à nous indiquer si le marché bénéficierait d'une transparence accrue sur ce point ou si les risques que cela comporte sont trop élevés pour justifier une intervention.

#### 4.2.2. Solution possible

Comme les recommandations sont essentiellement des produits que les clients obtiennent moyennant des frais d'abonnement, il pourrait être inopportun d'exiger que les rapports soient rendus publics.

Si une intervention réglementaire se justifie pour répondre aux préoccupations entourant le manque de transparence, nous demandons aux intervenants s'il serait approprié de communiquer l'analyse qui sous-tend les recommandations de vote pour permettre aux investisseurs d'en évaluer le bien-fondé. Nous envisagerions d'obliger les agences de conseil en vote à communiquer les procédures internes, lignes directrices, normes, méthodes, hypothèses et sources d'information à l'origine de leurs recommandations de vote. Les procédures de collecte de données visant à garantir l'exactitude de l'information pourraient aussi être communiquées.

Pour déterminer s'il faut exiger la communication publique de l'information susmentionnée, nous établissons s'il est opportun d'exiger la communication de renseignements confidentiels, exclusifs ou non communicables pour des raisons commerciales valables.

#### 4.3. Inexactitudes potentielles et dialogue limité avec les émetteurs

Il ressort des discussions officieuses que nous avons eues avec les émetteurs (outre les mémoires déposés auprès de la SEC) qu'ils se préoccupent des inexactitudes dans les données utilisées pour formuler des recommandations<sup>29</sup>. Ils se sont également plaints que, même s'ils leur signalaient des erreurs factuelles, les agences de conseil en vote ne les corrigeaient pas. Un sondage réalisé en 2010 par le Centre aux États-Unis semble étayer ces conclusions : « [traduction] 53 % des répondants ont déclaré qu'une agence de conseil en vote avait fait au moins une erreur dans un rapport final publié en ce qui concerne leurs programmes de rémunération en 2009 ou 2010<sup>30</sup> ».

Selon le Centre, « [traduction] les conséquences de ces inexactitudes sont alarmantes. ISS a toujours recommandé de voter contre 30 à 40 % des plans de rémunération à base d'actions qu'elle analyse. Par conséquent, si les données du Centre sont représentatives des grandes sociétés de manière générale, les agences de conseil en vote ont une influence négative sur les programmes de rémunération d'un grand nombre de sociétés parce que les investisseurs institutionnels s'appuient sur ces données<sup>31</sup>. »

Certains émetteurs se sont également plaints du court délai dont ils disposent pour formuler des commentaires sur les rapports préliminaires des agences de conseil en vote. Ils ont fait remarquer que, bien souvent, les rapports finaux ne tiennent pas compte de tous leurs commentaires et qu'ils contiennent parfois des erreurs<sup>32</sup>.

<sup>29</sup> Mémoire de Kinross Gold Corporation du 20 octobre 2010 en réponse au document de consultation de la SEC (ci-dessus, note 9), p. 1 à 3. Voir aussi *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report*, 24 et 25 octobre 2011, p. 28.

<sup>30</sup> Centre, ci-dessus, note 7, p. 10.

<sup>31</sup> *Ibid.*, p. 10.

<sup>32</sup> *Ibid.*, p. 55 à 57. Le Centre attribue les inexactitudes aux facteurs suivants : 1) la charge de travail résultant de la croissance fulgurante du secteur du conseil en matière de vote par procuration; 2) l'augmentation du volume d'information dans les circulaires de sollicitation de procurations et les courts délais pour l'analyser; et 3) les contrôles de la qualité inadéquats chez les agences de conseil en vote, qui cherchent à réduire les coûts en externalisant la collecte et l'analyse des données vers des pays où le coût de la main-d'œuvre est plus bas.

#### 4.3.1. Analyse

ISS et Glass Lewis dialoguent différemment avec les émetteurs sur les questions soumises au vote des actionnaires en assemblée.

ISS transmet son rapport et ses recommandations aux émetteurs avant de les diffuser pour qu'ils puissent en vérifier le contenu factuel. Glass Lewis ne rencontre pas les émetteurs une fois que les documents reliés aux procurations ont été envoyés, parce qu'elle juge plus pertinent de limiter son analyse et ses recommandations à leurs documents publics. Elle fait des exceptions pour les assemblées contestées, certaines opérations d'envergure et d'autres situations particulières. Elle rencontre alors les émetteurs et les dissidents par téléconférence avec certains de ses clients. Elle ne donne pas aux émetteurs la possibilité de commenter ses rapports et ses recommandations avant leur diffusion<sup>33</sup>.

ISS et Glass Lewis ont récemment annoncé de nouvelles procédures pour faciliter le dialogue avec les investisseurs et les émetteurs<sup>34</sup>.

Quoi qu'il en soit, les inexactitudes figurant dans les rapports de agences de conseil en vote inquiètent toujours les émetteurs parce qu'elles peuvent conduire à des décisions mal éclairées lorsqu'il faut se prononcer sur des questions complexes et controversées comme les regroupements d'entreprises ou que le scrutin est serré. De plus, les émetteurs trouvent que le processus de dialogue avec les agences de conseil en vote dans ces situations est souvent confus. Si ces problèmes sont réels et entraînent des inexactitudes importantes, il pourrait y avoir matière à proposer que les agences de conseil en vote se dotent d'une procédure pour répondre aux commentaires des émetteurs sur les recommandations de vote et l'analyse sous-jacente.

Nous ignorons toutefois si ces inexactitudes ne sont pas de simples divergences d'opinion ou d'analyse plutôt que des recommandations mal éclairées de la part des agences de conseil en vote qui posent des risques pour l'intégrité du marché et, en fin de compte, si cela a réellement nui au résultat des scrutins. Par conséquent, nous sollicitons des commentaires sur ces points.

#### 4.3.2. Solution possible

Si une intervention réglementaire en réponse à ces préoccupations s'avère justifiée, nous demandons aux intervenants s'il faut obliger les agences de conseil en vote à se doter d'une politique de traitement des commentaires des émetteurs sur les recommandations de vote et l'analyse sous-jacente. La politique préciserait le processus de dialogue avec les émetteurs et obligerait les conseillers en vote à le rendre public.

Pour éclairer notre analyse sur ce point, nous demandons aux intervenants de nous dire si, dans l'éventualité où nous obligerions les agences de conseil en vote à se doter d'un processus de dialogue avec les émetteurs, nous devrions prescrire les modalités du processus (par exemple en fixant les délais qui doivent être accordés aux émetteurs pour examiner les projets de recommandations).

#### 4.4. Élaboration de normes de gouvernance

Certains intervenants soutiennent que les agences de conseil en vote ne sont plus des experts « indépendants » qui évaluent les résolutions : elles influent sur le comportement des émetteurs au sujet desquels elles font des recommandations.

<sup>33</sup> Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 166.

<sup>34</sup> ISS, communiqué daté du 29 mars 2012 ([www.issgovernance.com/news/](http://www.issgovernance.com/news/)). Glass Lewis, communiqué daté du 12 avril 2012 (<http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/press-releases>).

Comme les agences de conseil en vote peuvent agir indirectement comme « normalisatrices », d'aucuns se sont demandé si elles ont l'expertise nécessaire pour établir des normes de gouvernance et si la méthode qu'elles emploient pour ce faire est suffisamment rigoureuse et transparente. Les organismes de gouvernance remplissent une fonction analogue mais n'exercent pas d'influence directe (ni potentielle) sur le résultat des scrutins.

En revanche, si les agences de conseil en vote participent valablement à l'élaboration des politiques, leur influence potentielle pourrait profiter aux investisseurs de manière générale parce qu'elle encouragerait l'adoption généralisée de meilleures pratiques de gouvernance.

#### 4.4.1. Analyse

Compte tenu de l'influence grandissante des agences de conseil en vote, leurs politiques et leurs recommandations peuvent avoir une incidence très importante sur les pratiques de gouvernance au Canada. Comme nous l'avons vu, un certain nombre d'émetteurs déclarent adopter ces politiques pour obtenir des recommandations de vote positives.

Selon certaines agences de conseil en vote, les politiques tendent à tenir compte des préférences et des opinions des investisseurs institutionnels et du point de vue des autres participants au marché. Par exemple, ISS donne aux clients institutionnels la possibilité de formuler des commentaires sur les politiques tous les ans après la période de sollicitation de procurations. En outre, ses analystes communiquent avec les clients institutionnels pendant cette période sur de nombreux points, notamment les points de discordance. Enfin, les investisseurs institutionnels et les émetteurs peuvent facilement consulter les politiques relatives au marché sur le site Web d'ISS<sup>35</sup>.

Glass Lewis élabore ses lignes directrices en matière de vote par procuration en s'appuyant sur des travaux universitaires et les commentaires des clients<sup>36</sup>.

#### 4.4.2. Solution possible

Vu les effets potentiels des politiques recommandées par les agences de conseil en vote sur les émetteurs et leurs activités, il pourrait être souhaitable que les émetteurs et les autres participants au marché soient informés des politiques de gouvernance proposées ou adoptées par ces agences et susceptibles de les concerner lors de la prochaine période de sollicitation de procurations.

Si une intervention réglementaire s'impose pour répondre à ces préoccupations, nous demandons aux intervenants si les agences de conseil en vote devraient mettre en œuvre des procédures équitables et transparentes d'élaboration des normes de gouvernance. Nous proposerions qu'elles les communiquent au public. Leur publication pourrait donner confiance aux participants au marché dans la fonction de normalisation des agences.

#### 4.5. Recours des investisseurs institutionnels aux agences de conseil en vote

Comme nous l'indiquons au début du présent document de consultation, on ne connaît pas bien la mesure dans laquelle les investisseurs institutionnels canadiens se fient aux recommandations de vote des agences de conseil en vote ni les raisons pour lesquelles ils décident de s'y fier.

Dans le contexte américain cependant, le rapport du GAO révèle que, quelle que soit leur taille, les 31 investisseurs institutionnels interrogés i) conservent l'obligation fiduciaire d'exercer les

<sup>35</sup> Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 164 (description complète du processus).

<sup>36</sup> *Ibid.*, p. 164 et 165 (description complète du processus).

droits de vote dans l'intérêt de leurs clients, qu'ils fassent ou non appel à des agences de conseil en vote, ii) ne délèguent pas cette responsabilité et iii) se réservent le droit de passer outre aux recommandations des agences, toutes ces façons de faire pouvant limiter l'influence des agences<sup>37</sup>. Nous n'avons connaissance d'aucune étude similaire au Canada.

Nous observons également que l'influence potentielle des agences de conseil en vote découle généralement du fait que les investisseurs institutionnels sont disposés à suivre leurs recommandations de vote pour l'une ou l'autre des raisons suivantes :

- i) ils les ont étudiées et y souscrivent;
- ii) ils n'ont peut-être pas étudié la question indépendamment mais sont disposés à se fier aux recommandations parce qu'ils estiment qu'elles sont conformes à leurs lignes directrices<sup>38</sup>.

#### 4.5.1. Analyse

Lors d'une conférence récente sur la démocratie actionnariale au Canada, on a fait remarquer que les actionnaires importants mènent une réflexion approfondie avant d'exercer leurs droits de vote, tandis que les petites institutions sont plus susceptibles de suivre les recommandations de conseillers en vote parce qu'elles supportent un lourd fardeau réglementaire pour suivre le flot d'information<sup>39</sup>.

Toutefois, nous constatons qu'il existe très peu d'information empirique sur l'utilisation des services d'agences de conseil en vote par les investisseurs institutionnels au Canada et on ne sait guère si ces investisseurs partagent les préoccupations abordées ici. Par conséquent, nous sollicitons des commentaires sur les points suivants : i) la façon dont les investisseurs institutionnels perçoivent leurs obligations de vote; ii) la mesure dans laquelle les divers types d'investisseurs institutionnels font appel aux services de conseillers en vote; et iii) le fait qu'ils partagent ou non les préoccupations susmentionnées ou que, selon eux, les forces du marché suffisent à régler ces questions.

Pour approfondir notre analyse et éclairer notre position, nous formulons plusieurs questions sur ces points à l'attention des investisseurs institutionnels à la fin du présent document.

## 5. Perspectives d'encadrement réglementaire

Les agences de conseil en vote, avec les services qu'elles fournissent à leurs clients, existent pour de bonnes raisons commerciales et présentent des avantages pour le marché des capitaux. Elles comblent un besoin du marché et nous nous attendons à ce que la demande pour leurs services augmente.

Dans l'ensemble, toute intervention réglementaire possible relativement aux activités des agences de conseil en vote devrait répondre aux préoccupations susmentionnées et avoir pour objectif de responsabiliser les agences et d'accroître la transparence du processus de formulation des recommandations de vote.

Sur la base des commentaires reçus et la preuve que les sujets de préoccupation nuiraient à l'intégrité du marché, nous pourrions conclure qu'une intervention réglementaire s'avère justifiée pour répondre aux préoccupations. Nous pourrions envisager de mettre en œuvre plusieurs régimes à cette fin.

<sup>37</sup> Rapport du GAO, ci-dessus, note 4, p. 16 et 17.

<sup>38</sup> Mémoire de Davies, ci-dessus, note 2, p. 162.

<sup>39</sup> *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report*, ci-dessus, note 29, p. 14 et 15.

Dans la présente section, nous analysons et évaluons chacun des régimes potentiellement applicables aux agences de conseil en vote que nous avons définis au cours de notre examen.

Dans ce domaine, le régime retenu pourrait consister :

1. soit en la modification de régimes existants;
2. soit en la création d'un nouveau régime qui s'appliquerait expressément aux activités des agences de conseil en vote.

Pour les raisons évoquées ci-dessous, nous estimons qu'il ne conviendrait pas de modifier la réglementation des valeurs mobilières actuelle mais que tout régime envisagé devrait reposer sur un nouveau texte réglementaire en valeurs mobilières. Si nous décidons de mettre en œuvre un tel texte, nous devons obtenir l'autorisation législative nécessaire.

Une fois que nous aurons établi s'il est nécessaire d'intervenir par voie réglementaire et défini les questions à régler, nous déterminerons le type de réglementation approprié. À cette fin, nous étudierons diverses possibilités, dont celles qui sont mentionnées ci-après.

### **5.1. Possibilités de modification de régimes existants**

Dans la présente section, nous évaluons s'il est souhaitable de modifier nos régimes actuels d'inscription ou de sollicitation de procurations pour les appliquer aux agences de conseil en vote en réponse aux préoccupations que celles-ci soulèvent, dans l'hypothèse où une intervention réglementaire s'avèrerait justifiée.

Notons que, même si nous assujettissions les agences de conseil en vote à ces régimes, il faudrait modifier nos lois sur les valeurs mobilières pour les réglementer de cette façon.

#### **5.1.1. Inscription à titre de « conseiller »**

Le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le « Règlement 31-103 ») prévoit les obligations applicables aux sociétés et aux personnes physiques qui exercent l'activité de courtier ou de conseiller en valeurs, agissent comme placeur ou gèrent un fonds d'investissement. Pour savoir si elle doit s'inscrire comme courtier ou conseiller, la société doit déterminer si elle fait du courtage ou fournit des conseils et si cela constitue son activité.

Le Règlement 31-103 prescrit les catégories d'inscription déterminant les activités nécessitant l'inscription que les sociétés peuvent exercer, ainsi que les obligations particulières dont chaque catégorie est assortie.

Au Canada, en vertu de toutes les lois sur les valeurs mobilières, le conseiller est la personne qui exerce ou se présente comme exerçant l'activité consistant à conseiller autrui en matière d'investissement en valeurs ou d'achat, de souscription ou de vente de valeurs.

##### **5.1.1.1. Analyse et conclusion**

À notre avis, les agences de conseil en vote n'exercent pas l'activité consistant à conseiller aux clients de souscrire, d'acheter ou de vendre des titres et, partant, elles ne devraient pas être obligées de s'inscrire à titre de conseiller en vertu de nos lois sur les valeurs mobilières. Bien qu'elles fournissent des conseils lorsqu'elles font des recommandations de vote à leurs clients sur des résolutions soumises aux actionnaires en assemblée, ces conseils ne concernent pas directement, dans la plupart des cas, l'investissement en valeurs ni l'achat, la souscription ou la vente de valeurs.

Qui plus est, les activités des agences de conseil en vote ne se rapportent pas aux principes du régime d'inscription puisqu'elles n'ont pas grand-chose à voir avec l'inscription au sens habituel et qu'elles ne concernent guère la protection des investisseurs individuels.

Étant donné que notre objectif serait de réglementer les conseillers en vote en tant que participants au marché et pas nécessairement de réglementer leurs relations avec leurs clients, il serait difficile d'appliquer les principes de l'inscription.

Une autre difficulté tient au fait que les obligations d'inscriptions et les obligations des personnes inscrites en vertu du Règlement 31-103 ne sont pas conçues pour les activités des agences de conseil en vote.

Si nous décidions de réglementer les agences de conseil en vote comme des conseillers, nous aurions à déterminer si les critères d'aptitude actuellement applicables aux conseillers inscrits, soit la compétence, l'intégrité et la solvabilité, sont appropriés. Une fois inscrites, les agences seraient soumises à notre contrôle au moyen de notre programme d'examen de la conformité et à nos mécanismes d'application de la loi.

#### *Conclusion*

Notre régime d'inscription n'est pas conçu pour réglementer le secteur du conseil en vote par procuration, puisque les agences de conseil en vote ne fournissent pas directement de conseils en matière d'investissement, n'exécutent pas d'opérations et ne gèrent pas les fonds de leurs clients. Si nous proposons d'inscrire les conseillers en vote à titre de « conseillers », il faudrait selon nous apporter d'importantes modifications au régime d'inscription pour tenir compte de leurs particularités. Nous en concluons que ce régime ne leur convient pas.

### **5.1.2. Obligations en matière de sollicitation de procurations**

Comme nous l'avons vu précédemment, le Règlement 51-102, qui s'applique aux émetteurs assujettis en général, exclut de la définition de l'acte de « solliciter » la fourniture de conseils en vote. Plus précisément, cette définition ne s'applique pas à l'agence de conseil en vote qui communique avec des porteurs, à titre de clients, dans le cours normal de ses activités, déclare les conflits d'intérêts potentiels, ne reçoit de rémunération que des clients et ne fournit pas les conseils au nom d'une personne sollicitant des procurations.

#### **5.1.2.1. Analyse et conclusion**

Si nous décidions de réglementer les agences de conseil en vote au moyen du régime actuel de sollicitation de procurations, il nous faudrait supprimer l'exception prévue dans la définition de « solliciter » ou l'assortir de conditions supplémentaires.

Si nous proposons de supprimer l'exception, les agences de conseil en vote seraient tenues d'envoyer aux porteurs une circulaire de sollicitation de procurations en application de la partie 9 du Règlement 51-102. Nous estimons que ce n'est pas la bonne façon de réglementer les conseils en vote par procuration.

Nous pourrions également proposer d'assortir l'exception de conditions supplémentaires, qui ne seraient ajoutées, selon nous, que si elles se rapportaient aux activités générales des agences. Il pourrait nous être impossible d'ajouter des conditions obligeant les agences à mettre en œuvre des politiques en matière de conflits d'intérêts ou à communiquer les méthodes d'élaboration des recommandations de vote sans modifier nos lois sur les valeurs mobilières pour obtenir le pouvoir réglementaire de le faire.

### *Conclusion*

Nous ne croyons pas que les activités des agences de conseil en vote consistent à « solliciter » des procurations ni que l'envoi d'une circulaire de sollicitation de procurations soit la bonne réponse aux préoccupations exprimées. Notre position est étayée par le fait que les conseils en vote par procuration ne sont pas assimilés à la sollicitation selon les règles actuelles de sollicitation de procurations, comme en fait foi l'exception énoncée dans la définition de « solliciter ». Les règles de sollicitation de procurations ne devraient s'appliquer qu'aux personnes qui sollicitent réellement des procurations.

De plus, si nous décidions de recourir aux dispositions du Règlement 51-102 relatives à la sollicitation de procurations pour régler les agences de conseil en vote, nous créerions un régime pour elles dans un règlement conçu principalement pour les émetteurs assujettis.

C'est pourquoi nous croyons que le régime de sollicitation de procurations prévu par le Règlement 51-102 ne convient pas aux agences de conseil en vote.

## **5.2. Institution d'un nouveau régime**

Si nous concluons au bien-fondé d'une intervention réglementaire, nous estimons que la solution à privilégier consisterait à élaborer un nouveau texte réglementaire en valeurs mobilières qui nécessiterait le pouvoir légal explicite de réglementer les agences de conseil en vote. Cette solution n'obligerait pas les conseillers en vote à se conformer aux dispositions de régimes existants qui ne sont pas conçus pour eux.

Afin de mettre en œuvre ce régime, il sera nécessaire de modifier nos lois sur les valeurs mobilières pour obtenir le pouvoir légal de réglementer les agences de conseil en vote.

### **5.2.1. Régime d'obligations et d'information**

Le cadre indiqué ci-dessous pourrait être prévu par un règlement applicable aux agences de conseil en vote qui énoncerait les obligations des agences exerçant l'activité de « faire » des recommandations sur les résolutions soumises au vote lors des assemblées d'actionnaires des émetteurs assujettis canadiens.

Le règlement reprendrait les propositions que nous estimons nécessaires pour répondre aux préoccupations exprimées sur la question des conflits d'intérêts et accroître la transparence des activités des agences.

En bref, les obligations pourraient être les suivantes :

1. pour atténuer les conflits d'intérêts :
  - a. les agences de conseil en vote seraient tenues de se doter de politiques et de procédures conçues pour relever et gérer tout conflit d'intérêts potentiel survenant relativement à une recommandation de vote, notamment de politiques de gestion des conflits relatifs à leur personnel et à la propriété;
  - b. les agences seraient tenues de publier sur leur site Web les procédures appliquées pour atténuer ou gérer les conflits; elles pourraient aussi avoir à déclarer des conflits particuliers dans les rapports sur les recommandations de vote fournis à leurs clients;
  - c. les agences sépareraient leurs services de vote par procuration de leurs services-conseils;
2. pour accroître la transparence des activités :

- d. les agences de conseil en vote communiqueraient les procédures internes, lignes directrices, normes, méthodes, hypothèses et sources d'information servant à formuler les recommandations de vote;
- e. les agences mettraient en œuvre des politiques de traitement équitable des commentaires des émetteurs qui permettraient à ceux-ci d'examiner le rapport et aux agences de répondre aux commentaires avant de le délivrer; les politiques seraient publiées sur leur site Web;
- f. les agences publieraient sur leur site Web les procédures d'élaboration de leurs lignes directrices en matière de vote.

D'après notre analyse, il s'agirait du régime à privilégier pour la réglementation éventuelle des agences de conseil en vote.

### **5.2.2. Autres régimes possibles envisagés**

Nous avons aussi étudié les régimes suivants et sollicitons des commentaires sur ces autres solutions.

#### **Régime de désignation**

Selon certains participants au marché, il faudrait réglementer les agences de conseil en vote comme les agences de notation.

Le régime applicable aux agences de notation pourrait être envisagé comme réponse aux préoccupations exprimées par les agences de conseil en vote pour ce qui est des conflits d'intérêts et de la transparence. En outre, le régime de désignation confère aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir de surveiller les agences en effectuant des examens de conformité.

Toutefois, nous ne pensons pas qu'il existe suffisamment de similitudes pour rendre nécessaire de « désigner » les agences de conseil en vote : contrairement aux agences de notation, elles ne remplissent pas de fonction officielle et reconnue dans la législation en valeurs mobilières, laquelle ne prévoit pas d'obligations reposant sur leurs activités.

Selon nous, et pour les raisons susmentionnées, il n'est pas souhaitable d'imposer des conditions d'entrée aux agences de conseil en vote ni opportun que les autorités en valeurs mobilières en surveillent la conformité, parce qu'elles ne remplissent pas le même rôle que les entités dont les activités sont nécessaires au respect d'autres obligations prescrites par la législation en valeurs mobilières.

#### **Régime d'attestation**

Sous un régime d'attestation, la personne appropriée doit attester le respect de certaines obligations prévues par règlement. Le règlement envisagé devrait prévoir des obligations qui pourraient ressembler à celles qui sont évoquées ci-dessus à la rubrique 5.2.1. Nous pourrions alors demander aux agences de conseil en vote de désigner un représentant approprié au sein de leur organisation pour attester qu'elles s'y sont conformées.

Nous pourrions aussi ne demander d'attestation qu'à l'égard de certaines obligations prévues par le règlement. Par exemple, les agences de conseil en vote pourraient attester qu'elles ont des contrôles pour atténuer les conflits d'intérêts ou pour garantir l'exactitude des données servant à formuler leurs recommandations.

Nous craignons que cette solution réglementaire n'impose un fardeau inutile aux agences de conseil en vote. Pour fournir une attestation valide de conformité aux obligations sous-jacentes, elles pourraient avoir à assumer d'importants frais additionnels.

#### **Régime fondé sur le principe « se conformer ou expliquer »**

Un régime fondé sur le principe « se conformer ou expliquer » obligerait les agences de conseil en vote à appliquer certaines meilleures pratiques ou lignes directrices et à expliquer, le cas échéant, pourquoi elles y ont dérogé. Il obligerait les autorités en valeurs mobilières à établir quelles sont les meilleures pratiques et les normes en vigueur dans le secteur du conseil en vote par procuration (par exemple, les obligations possibles évoquées à la rubrique 5.2.1) et à les prévoir par règlement.

Cette solution réglementaire serait moins interventionniste et plus progressive. Elle serait opportune en l'absence de motifs valables d'instaurer un régime exigeant la conformité stricte à des dispositions particulières visant les agences de conseil en vote. Toutefois, elle nous obligerait à élaborer les pratiques et les normes convenant aux agences.

#### **Indications sur les meilleures pratiques**

Une autre possibilité consisterait à adopter une instruction générale donnant aux agences de conseil en vote des indications sur les meilleures pratiques. Cette solution ressemblerait au modèle fondé sur le principe « se conformer ou expliquer » du fait que les autorités en valeurs mobilières détermineraient les meilleures pratiques pour les agences. Il s'agirait d'une forme de réglementation à intervention minimale.

Cependant, si les préoccupations et l'incidence sur l'intégrité du marché s'avéraient valides et significatives, cette solution pourrait être insuffisante car elle ne donnerait pas aux autorités en valeurs mobilières le pouvoir de garantir la conformité et de faire respecter la réglementation par comparaison à une solution reposant sur un règlement. Par ailleurs, comme dans le cas d'une solution reposant sur le principe « se conformer ou expliquer », les autorités en valeurs mobilières auraient à établir les meilleures pratiques applicables aux agences de conseil en vote.

### **5.3. Questions en vue de la consultation**

Nous demandons à *tous les participants au marché* de bien vouloir répondre aux questions suivantes :

#### **Questions générales**

1. Partagez-vous toutes les préoccupations exprimées dans le présent document de consultation, soit i) les conflits d'intérêts potentiels, ii) l'impression de manque de transparence, iii) les inexactitudes potentielles et le dialogue limité avec les émetteurs, iv) l'influence potentiellement inappropriée sur les pratiques de gouvernance et v) l'importance du recours des investisseurs institutionnels aux conseils de ces agences? Veuillez fournir des explications et, si vous ne partagez pas ces préoccupations, veuillez motiver votre réponse.

2. Selon vous, avons-nous omis certaines préoccupations importantes relativement aux agences de conseil en vote? Veuillez fournir des explications.

3. Les pratiques actuelles des agences de conseil en vote comportent-elles des lacunes particulières qui justifient une intervention réglementaire? Craignez-vous que des lacunes apparaissent ultérieurement avec l'arrivée de nouveaux participants ou les changements de pratiques, notamment commerciales?

4. Selon vous, faut-il réglementer les activités des agences de conseil en vote à certains égards et, dans l'affirmative, pourquoi et comment?

#### ***Conflits d'intérêts potentiels***

5. Selon vous, dans quelle mesure les agences de conseil en vote i) sont-elles sujettes à des conflits d'intérêts dans la pratique, ii) ont-elles pris des mesures appropriées d'atténuation des conflits et iii) sont-elles suffisamment transparentes en ce qui concerne les conflits d'intérêts auxquels elles pourraient être confrontées? Si vous estimez qu'elles ne fournissent pas assez d'information sur les conflits d'intérêts potentiels actuellement, veuillez fournir des exemples précis et faire des propositions d'amélioration.

6. Si vous estimez que certains conflits d'intérêts existant au sein des agences de conseil en vote n'ont pas été adéquatement atténués, lesquels seraient les plus graves pour leur incidence (négative) potentielle sur la formulation des recommandations de vote et pourquoi?

7. Devrions-nous proposer une modification du Règlement 51-102 pour obliger les émetteurs assujettis à fournir dans leurs circulaires de sollicitation de procurations de l'information sur les services de conseillers en vote? La fourniture de cette information nuirait-elle aux contrôles et procédures établis (cloisonnement de l'information) qui peuvent empêcher le personnel de recherche examinant l'information des émetteurs d'apprendre l'identité des clients de leur agence?

#### ***Impression de manque de transparence***

8. La communication des méthodes et de l'analyse sous-jacentes serait-elle utile pour le marché ou entraînerait-elle des coûts commercialement trop élevés?

#### ***Dialogue avec les émetteurs***

9. Dans quelle mesure faudrait-il améliorer le dialogue avec les émetteurs pendant le processus d'élaboration des recommandations?

10. Pendant la période de sollicitation de procurations, est-il opportun que les agences de conseil en vote dialoguent avec les émetteurs en toute circonstance ou existe-t-il des motifs commerciaux et réglementaires légitimes de ne pas les y obliger? Le cas échéant, dans quelles situations est-il particulièrement important que les émetteurs puissent dialoguer avec les agences?

11. Si les agences de conseil en vote établissent comme politique que, dans certaines circonstances, il ne convient pas de donner aux émetteurs la possibilité d'examiner leurs rapports, estimez-vous qu'il suffirait de ne les obliger à en indiquer la raison que dans ces circonstances? Veuillez fournir des explications. Les agences devraient-elles plutôt être tenues de donner aux émetteurs la possibilité d'examiner leurs rapports?

12. Devrions-nous prescrire les modalités des procédures suivies par les agences de conseil en vote pour dialoguer avec les émetteurs? Dans l'affirmative, quelles devraient être les obligations?

#### ***Influence potentiellement inappropriée sur les pratiques de gouvernance***

13. Dans quelle mesure le dialogue entre les conseillers en vote et les participants au marché sur l'élaboration des politiques et lignes directrices en matière de vote devrait-il être plus

équitable et transparent? Suffit-il que les conseillers règlent les questions de gouvernance en sollicitant des commentaires de leurs clients?

### ***Interventions et cadres réglementaires proposés***

14. Estimez-vous que chacune des préoccupations susmentionnées justifie une intervention réglementaire des autorités en valeurs mobilières? Veuillez motiver votre réponse.

15. Souscrivez-vous aux interventions réglementaires proposées pour répondre à chacune des préoccupations exprimées? Dans la négative, préconisez-vous d'autres solutions?

16. Selon vous, faut-il instaurer le régime d'obligations et d'information évoqué à la rubrique 5.2.1 en réponse aux préoccupations exprimées? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse. Privilégiez-vous l'un des autres régimes susmentionnés? Dans l'affirmative, veuillez motiver votre réponse. Souscrivez-vous à notre analyse de ces régimes? Préconisez-vous un autre régime?

17. Êtes-vous d'avis que nous devrions imposer aux agences de conseil en vote des obligations en plus ou au lieu de celles qui sont évoquées ci-dessus?

### **Questions supplémentaires pour les *investisseurs institutionnels***

18. Dans quelle mesure et de quelle manière recourez-vous aux services d'agences de conseil en vote? Soyez aussi précis que possible.

19. Comment percevez-vous votre obligation de voter et quel rôle, le cas échéant, les recommandations des agences de conseil en vote occupent-elles dans vos décisions?

20. Les investisseurs institutionnels sont-ils à même de demander des modifications aux pratiques des agences de conseil en vote en l'absence d'intervention réglementaire?

21. Si vous partagez les préoccupations susmentionnées, le manque de choix ou de concurrence ou d'autres facteurs de marché dans le secteur du conseil en vote par procuration limitent-ils votre capacité de traiter ces problèmes directement au point de justifier une intervention réglementaire? Veuillez motiver votre réponse.

22. Étant donné les préoccupations susmentionnées au sujet de la qualité globale et du manque de transparence des recommandations de vote des agences de conseil en vote, quelles mesures prenez-vous et, de manière générale, comment faites-vous pour vous assurer que ces recommandations sont suffisamment fiables pour être suivies?

23. Jugez-vous que le processus d'élaboration des politiques des agences de conseil en vote et les lignes directrices qui en résultent sont appropriées et traduisent bien vos préférences et votre opinion en matière de gouvernance? Les commentaires des émetteurs amélioreraient-ils ce processus ou risqueraient-ils de l'entraver?

### **Questions supplémentaires pour les *émetteurs***

24. Quelle expérience globale avez-vous acquise des agences de conseil en vote? Soyez aussi précis que possible.

25. Selon vous, les préoccupations exprimées ont-elles une incidence négative sur le résultat des scrutins lors des assemblées des actionnaires? Veuillez fournir des exemples précis

de situations dans lesquelles ces préoccupations ont, selon vous, faussé le résultat, et décrire la nature et la portée du préjudice causé à l'intégrité du marché.

26. Dans quelle mesure adoptez-vous les normes de gouvernance proposées par les agences de conseil en vote pour choisir vos politiques de gouvernance, même si elles ne conviennent pas à votre organisation? Veuillez fournir des exemples de types de pratiques qui ont changé en raison des lignes directrices des agences et expliquer en quoi ces changements n'étaient pas opportuns ou n'ont pas amélioré la gouvernance de votre organisation de manière générale.

27. Si vous avez trouvé des inexactitudes possibles dans la recommandation d'une agence de conseil en vote, étaient-elles importantes et auraient-elles donné lieu à une révision de la recommandation? Veuillez fournir des exemples de telles situations ayant faussé le résultat du scrutin (en indiquant le risque pour le marché).

### **Questions supplémentaires pour les agences de conseil en vote**

28. Que pensez-vous des préoccupations exprimées et des interventions réglementaires possibles?

29. Les interventions réglementaires possibles vous causent-elles des préoccupations relativement à la communication de renseignements confidentiels ou exclusifs? Veuillez fournir des explications.

30. Quelle pourrait être l'incidence du régime préconisé (obligations et information) sur vos activités? Veuillez fournir des détails et, le cas échéant, proposer une autre solution.

31. Outre vos réponses aux questions, veuillez nous fournir toute information qui nous serait utile pour analyser les préoccupations exprimées dans le présent document de consultation.

### **Consultation**

Les ACVM publient le présent document de consultation pour une période de 60 jours. Veuillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le 20 août 2012 en indiquant qu'ils ont trait au Document de consultation 25-401 des ACVM. Si vous envoyez votre mémoire par courriel, veuillez inscrire cette référence dans l'objet de votre message. Veuillez également nous fournir ou joindre votre mémoire un fichier électronique (format Microsoft Word pour Windows).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres suivants des ACVM :

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Saskatchewan Financial Services Commission  
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Autorité des marchés financiers  
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
 Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> 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

Tous les commentaires seront publiés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers ([www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)) et sur celui des autres membres des ACVM. Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

### Questions

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

Rosetta Gagliardi  
Conseillère en réglementation  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4462  
[rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca](mailto:rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca)

Naizam Kanji  
Deputy Director, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-8060  
[nkanji@osc.gov.on.ca](mailto:nkanji@osc.gov.on.ca)

32

Stephanie Tjon  
Legal Counsel, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-3655  
stjon@osc.gov.on.ca

Bob Bouchard  
Director  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204-945-2555  
bob.bouchard@gov.mb.ca

Celeste Evancio  
Legal Counsel  
Alberta Securities Commission  
403-355-3885  
celeste.evancio@asc.ca

Le 21 juin 2012

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

## Annexe A

### Initiatives réglementaires internationales

#### 1. France

Le 18 mars 2011, l'AMF française a publié la *Recommandation AMF n° 2011-06 sur les agences de conseil en vote* (la « recommandation AMF »). Une recommandation est une invitation à adopter un comportement ou à se conformer à une disposition que l'AMF française considère comme susceptibles de faciliter la réalisation des objectifs des normes ou principes généraux relevant de son domaine de compétence, sans exclure que d'autres comportements ou dispositions soient également compatibles avec ces normes ou ces principes généraux. Elle ne revêt donc pas de caractère impératif.

La recommandation AMF « porte sur l'élaboration et l'application des politiques de vote, l'émission de recommandations de vote, le dialogue avec les sociétés cotées et la prévention des conflits d'intérêts<sup>40</sup> ». Elle a pour objet de promouvoir la transparence et de gérer les conflits d'intérêts.

##### *Élaboration et communication de la politique de vote*

L'AMF française recommande que les agences de conseil en vote publient leur politique générale de vote sur leur site Web. Elle recommande aussi la transparence du processus d'élaboration de la politique de vote, lequel doit permettre de recueillir les avis des investisseurs et des autres participants au marché.

##### *Diffusion des recommandations de vote*

L'AMF française recommande que les agences de conseil en vote définissent les règles méthodologiques que leur personnel emploie pour élaborer les analyses et les recommandations de vote, et qu'elles les publient sur leur site Web.

Les agences de conseil en vote expliquent dans leurs rapports les motifs des recommandations de vote, notamment au regard de la politique générale de vote qu'elles ont publiée.

##### *Dialogue avec les émetteurs*

L'AMF française recommande de transmettre le projet de rapport aux émetteurs pour commentaires éventuels. Les émetteurs devraient disposer d'un délai minimum de 24 heures pour formuler leurs commentaires, lesquels sont insérés dans le rapport à condition d'être concis et de permettre d'éclairer les investisseurs sur les résolutions soumises à leur vote. Le rapport final est envoyé aux émetteurs et aux clients simultanément.

Les agences de conseil en vote doivent corriger toute erreur matérielle constatée dans leur rapport d'analyse qui leur aurait été signalée par l'émetteur concerné.

La politique de communication avec les émetteurs doit être publiée sur leur site Web.

##### *Prévention des conflits d'intérêts*

L'AMF française recommande que les agences de conseil en vote définissent et publient sur leur site Web les mesures raisonnables et appropriées visant à prévenir les conflits d'intérêt susceptibles de les toucher ou de toucher leurs dirigeants ou leurs analystes et, s'ils sont avérés,

<sup>40</sup> Recommandation AMF, Introduction.

à les gérer, en particulier en cas de pluralité d'activités (par exemple conseils aux émetteurs, mise à disposition d'une plate-forme de vote ou sollicitation de procurations).

Les mesures et les procédures figurent dans un code de déontologie ou un code de conduite. Un responsable de la conformité est désigné pour assurer le respect de ces codes.

Il est recommandé aux agences de conseil de mentionner expressément dans leurs rapports les liens qu'elles peuvent avoir avec :

- l'émetteur;
- tout client qui a soumis des points à l'ordre du jour pour lesquels une recommandation de vote sera émise;
- les personnes qui contrôlent l'émetteur directement ou indirectement.

## 2. Commission européenne

Le 5 avril 2011, la Commission européenne a publié pour consultation le Livre vert intitulé *Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE* en vue d'évaluer la nécessité d'améliorer la gouvernance des sociétés cotées européennes. Le Livre vert souligne les préoccupations des investisseurs et des émetteurs à l'égard des agences de conseil en vote et pose les questions suivantes :

- La législation de l'UE devrait-elle imposer aux «proxy advisors» [conseillers en vote] d'être plus transparents, par exemple sur leurs méthodes d'analyse, sur leurs conflits d'intérêts et leur politique de gestion des conflits et/ou sur la question de savoir s'ils appliquent un code de conduite? Dans l'affirmative, quelle est la meilleure manière de procéder?
- Estimez-vous que d'autres mesures (législatives) sont nécessaires, qui restreindraient par exemple la possibilité pour les «proxy advisors» de fournir des services de conseil aux sociétés détenues?<sup>41</sup>

La Commission européenne a publié les réponses à ces questions le 15 novembre 2011. Voici le résumé des réponses à la première question :

[Traduction] Plus des trois quarts des répondants considèrent que la législation de l'UE devrait obliger les conseillers en vote à plus de transparence, notamment sur les points suivants : les méthodes d'élaboration des conseils de vote, les politiques et les dossiers de vote, les conflits d'intérêts et les mesures prises pour les gérer, l'application éventuelle d'un code de conduite ou de règles de conduites internes, les procédures applicables pour communiquer avec les sociétés lors de l'élaboration des conseils et les politiques de gérance. Plusieurs répondants considèrent en particulier qu'il faut régler la question des conflits d'intérêts des conseillers en vote. Certains répondants estiment en outre qu'il faudrait obliger les conseillers en vote à s'inscrire et les superviser. Par ailleurs, d'aucuns jugent que les investisseurs institutionnels devraient déclarer qu'ils ont recours aux services de ces conseillers<sup>42</sup>.

Voici le résumé des réponses à la deuxième question :

<sup>41</sup> Commission européenne, *Livre vert - Le cadre de la gouvernance d'entreprise dans l'UE*, 5 avril 2011, questions 18 et 19, p. 17.

<sup>42</sup> Commission européenne, *Feedback Statement: Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*, 15 novembre 2011, p. 14.

[Traduction] Par une courte majorité, les répondants estiment qu'il y a lieu de prendre d'autres mesures pour régler la question des conflits d'intérêts des conseillers en vote. Plusieurs répondants proposent la séparation obligatoire entre les services aux investisseurs et les services aux entreprises, tandis que quelques autres considèrent que les conseillers en vote devraient indiquer s'ils fournissent aussi des services aux sociétés détenues. Ceux qui ont répondu par la négative privilégient l'autoréglementation et l'adoption de codes ou estiment que la communication d'information suffisante sur les conflits d'intérêts devrait permettre de régler la question<sup>43</sup>.

En juillet 2011, le ministère des Affaires, de l'Innovation et du Savoir-faire du Royaume-Uni a publié *UK Government Response to European Commission Green Paper: The EU corporate governance framework*. La réaction du Royaume-Uni au Livre vert faisait aussi état de l'opinion de la Financial Services Authority. Voici les réponses aux questions 18 et 19 du Livre vert :

[Traduction] Q 18 : Nous avons appris que l'AEMF a récemment soumis un questionnaire aux conseillers en vote dans le cadre de recherches en vue d'élaborer un éventuel document de discussion les concernant. Il ne faudrait pas arrêter de décision avant d'avoir pris connaissance des résultats de cet exercice. Nous faisons remarquer que, jusqu'à présent, les preuves que ces conseillers posent des risques nécessitant une intervention réglementaire sont discutables.

Q 19 : En l'absence de preuves concluantes qu'une intervention réglementaire est nécessaire et justifiable sur le plan des avantages et des coûts, le Royaume-Uni est en faveur de mesures non réglementaires pour régler les problèmes éventuels dans ce domaine, par exemple un code de conduite approprié en vertu duquel les conseillers en vote fourniraient de l'information<sup>44</sup>.

### 3. Document de discussion de l'AEMF

Le 22 mars 2012, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a publié pour consultation le document de discussion intitulé *An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options* (le « document de discussion de l'AEMF »). L'AEMF n'a fait aucune proposition officielle d'intervention réglementaire relativement aux conseillers en vote mais entend plutôt « [traduction] recueillir des éléments sur l'importance des défaillances du marché possiblement liées aux activités des conseillers en vote, l'opportunité d'une intervention éventuelle au niveau de l'UE et le rôle que AEMF pourrait être appelée à jouer<sup>45</sup> ».

Le document de discussion de l'AEMF abordait les questions qui peuvent être perçues comme des facteurs susceptibles d'agir sur l'exactitude, l'indépendance et la fiabilité des conseils de vote donnés aux investisseurs, notamment le potentiel de conflits d'intérêts. Il traite aussi du degré de transparence de la gestion des conflits d'intérêts, des politiques et lignes directrices en matière de vote, du dialogue avec les émetteurs, des recommandations de vote et des procédures d'établissement des rapports de recommandation.

L'AEMF considérera les options réglementaires suivantes et demande aux participants au marché de les commenter<sup>46</sup> :

<sup>43</sup> *Ibid.*, p. 15.

<sup>44</sup> Department for Business, Innovation and Skills, *UK Government Response to European Commission Green Paper: The EU corporate governance framework*, juillet 2011, p. 14 et 15.

<sup>45</sup> AEMF, *Discussion Paper. An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, 22 mars 2012, p. 5.

<sup>46</sup> *Ibid.*, p. 5 et 34 à 38.

1. Ne pas intervenir au niveau de l'UE à ce stade  
Cette option traduirait le fait qu'il existe différents marchés dans l'UE et que, dans l'ensemble, le secteur du conseil en vote par procuration se développe encore en Europe. Il incomberait à chaque État membre (ou au secteur) d'élaborer les normes appropriées qu'il juge nécessaires.
2. Encourager les États membres et le secteur à établir des normes  
Cette option pourrait voir s'instaurer une forme de dialogue officiel entre les autorités européennes (AEMF, Commission européenne), les États membres ou le secteur pour élaborer des normes adaptées aux marchés européens, que ce soit sous forme de codes nationaux dans les États membres ou de codes de conduite conçus par les conseillers en vote.
3. Adopter des instruments réglementaires quasi obligatoires au niveau de l'UE  
Cette option nécessiterait d'élaborer des instruments réglementaires qui ne seraient pas des textes législatifs ayant force obligatoire. Il s'agirait notamment de normes fondées sur le principe « se conformer ou expliquer » et prévues par un règlement ou une directive de l'UE. Il pourrait aussi s'agir de lignes directrices ou de recommandations de l'AEMF.
4. Adopter des instruments législatifs ayant force obligatoire au niveau de l'UE  
Cette option reposerait sur une législation de l'UE. Elle pourrait aussi comporter d'autres mesures en matière d'autorisation ou d'inscription et de supervision assurée par les autorités nationales compétentes ou l'AEMF.



**Canadian Securities Administrators  
Consultation Paper 25-401:  
*Potential Regulation of Proxy Advisory Firms***

**June 21, 2012**

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

## Table of Contents

Introduction.....	1
1. Background.....	2
1.1. Services provided by proxy advisory firms .....	2
1.2. Role of institutional investors.....	3
1.3. Growing demand for proxy advisory services.....	3
1.4. Potential or perceived influence of proxy advisory firms .....	4
1.5. Potential impact of concerns on market integrity.....	5
2. Summary of Concerns .....	6
2.1. Potential conflicts of interest.....	6
2.2. Lack of transparency .....	6
2.3. Potential inaccuracies and limited opportunity for issuer engagement.....	6
2.4. Perceived corporate governance implications.....	7
2.5. Extent of reliance by institutional investors.....	7
3. Current Regulatory Landscape in Canada and Internationally .....	7
3.1. Canada.....	7
3.2. United States .....	9
3.3. International Regulatory Initiatives .....	10
4. Analysis of Concerns Raised and Possible Regulatory Responses .....	12
4.1. Potential conflicts of interest.....	12
4.1.1. Analysis .....	13
4.1.2. Possible approach .....	13
4.2. Lack of transparency .....	14
4.2.1. Analysis .....	14
4.2.2. Possible approach .....	15
4.3. Potential inaccuracies and limited opportunity for issuer engagement.....	15
4.3.1. Analysis .....	16
4.3.2. Possible approach .....	17
4.4. Development of corporate governance standards.....	17
4.4.1. Analysis .....	17
4.4.2. Possible approach .....	17
4.5. Reliance by institutional investors .....	18
4.5.1. Analysis .....	18
5. Potential Securities Regulatory Frameworks .....	19
5.1. Potential amendments to existing securities regulatory frameworks.....	19
5.1.1. Registration as an “adviser”.....	19
5.1.1.1. Analysis and conclusion .....	20
5.1.2. Proxy solicitation requirements.....	20

5.1.2.1. Analysis and conclusion .....	21
5.2. Adoption of a new securities regulatory framework.....	21
5.2.1. Requirements and disclosure framework .....	21
5.2.2. Other possible securities frameworks considered .....	22
5.3. Specific request for comment .....	23
Request for Comment .....	26
APPENDIX A.....	29
1. France .....	29
2. European Commission .....	30
3. ESMA Discussion Paper .....	31

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

## Introduction

The purpose of this consultation paper (the Consultation Paper) is to provide a forum for discussion of certain concerns raised about the services provided by proxy advisory firms and their potential impact on Canadian capital markets and to determine if, and how, these concerns should be addressed by Canadian securities regulators.

The specific concerns about proxy advisory firms that have been raised by market participants, primarily issuers and their advisors, fall into the following broad categories: (i) potential conflicts of interest, (ii) perceived lack of transparency, (iii) potential inaccuracies and limited engagement with issuers, (iv) potential corporate governance implications, and (v) the extent of reliance by institutional investors on the recommendations provided by proxy advisory firms.

While we acknowledge these concerns, we also recognize that the relationships between proxy advisors and their clients are commercial (i.e., contractual), that there are legitimate reasons why institutional investors make use of the various services provided by proxy advisory firms and that these services are not currently subject to regulatory oversight. However, in the Canadian context, limited information is available about the ways in which institutional investors use the services of proxy advisory firms, the extent of reliance on the services provided by proxy advisory firms and whether institutional investors share any of the concerns identified above. Also, the extent of the impact of the concerns on the integrity of our markets is unclear.

Given these competing factors, the objectives of this consultation are two-fold. First, we would like to obtain information and views about the concerns raised by market participants to further inform our analysis before we conclude if there is a need to regulate proxy advisory firms. While the Consultation Paper discusses our understanding of the concerns raised, we are also soliciting additional feedback from interested market participants on specific questions, which are set out at the end of the Consultation Paper.

The second objective is to outline possible securities regulatory responses to the concerns raised and possible regulatory frameworks to implement these responses, and to request your feedback on such regulatory responses and frameworks. Although we consider a range of possible securities regulatory options in the Consultation Paper, we may decide based on the comments received and the impact of the specific concerns on the integrity of our markets, that other alternatives are preferable or that a securities regulatory response is not warranted.

Part 1 of the Consultation Paper sets out broadly our understanding of the proxy advisory industry, the various services proxy advisory firms provide to their clients and the role these firms and their clients play in our capital markets. Part 2 briefly identifies the nature of the concerns raised by certain market participants. Part 3 describes the Canadian and international regulatory landscape. Part 4 discusses our analysis of the concerns and also possible regulatory responses. In Part 5, we consider securities law frameworks, including existing and new frameworks, that could be used to implement a potential regulatory response should a response be warranted.

We welcome comments or clarifications on any of the concerns raised and the possible responses.

## 1. Background

### 1.1. Services provided by proxy advisory firms

A firm offering proxy advisory services will review and analyze the matters (either issuer or shareholder proposals) put for a vote at a shareholders' meeting and will make a vote recommendation to its client, usually an institutional investor. The matters for which proxy advisory firms may make a vote recommendation include anything from routine corporate governance matters to highly complex mergers and acquisition (M&A) transactions that involve a voting decision.

A proxy advisory firm's proxy vote recommendations are generally based on whether the issuer complies with the governance practices or standards recommended by the firm for that proxy season. On M&A matters, proxy advisory firms may also review transaction terms and other transaction documents. A firm may also offer custom analysis and vote recommendations to clients based on the voting policy of the client. An institutional investor may instruct the proxy advisor to submit its voting instructions based on the proxy advisor's guidelines or on the institutional investor's own guidelines.

A proxy advisory firm may also offer automatic vote execution services whereby a client's shares are automatically voted in accordance with the firm's recommendations or a custom policy designed by the client. The client has the ability to review and override the recommendations, as well as re-vote, prior to the vote cut-off time.

A firm may assist with the administrative tasks associated with keeping track of the large number of voting decisions. This includes an end-to-end proxy voting platform where a firm receives the clients' proxy ballots, works with custodian banks, executes votes on clients' behalf, maintains vote records and provides comprehensive reporting of the information in the system related to meetings, ballots and accounts.

In addition to providing proxy advisory and voting services to institutional investors, some firms also provide consulting advisory services to issuers on corporate governance matters or attribute governance risk indicators to issuers.

The proxy advisory industry in Canada is dominated by two firms – Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) and Glass, Lewis & Co (Glass Lewis). Both are headquartered in the United States (U.S.).

ISS is a subsidiary of MSCI, Inc. MSCI Inc. is a provider of investment decision support tools, such as indices, portfolio risk and performance analytics, and governance tools, to clients such as large pension plans and boutique hedge funds.

Glass Lewis is a wholly-owned subsidiary of Ontario Teachers' Pension Plan Board (Teachers). Teachers is a single-profession pension plan in Canada and invests the pension fund's assets and administers the pensions of active and retired teachers in Ontario.

In the U.S., it is estimated that ISS has approximately 61% of the market, Glass Lewis approximately 36% and other US proxy advisors have the remaining 3%, based on the aggregate portfolio equity size of each proxy advisors institutional clients.<sup>1</sup> We are not aware of any similar statistics for the Canadian market.

---

<sup>1</sup> Tamara C. Belinfanti, "The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control", *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, Spring 2009, at pages 12-14.

## 1.2. Role of institutional investors

Proxy advisors play an important role in the capital markets by aggregating information, providing research expertise, setting default voting standards and facilitating investor participation in shareholder meetings.

In terms of Canadian institutional investors and their duty to vote, it is our understanding that institutional investors who hold their interest on behalf of their clients or plan beneficiaries would have a duty to their clients or plan beneficiaries to deal appropriately with the assets they hold on their behalf and that duty will typically require the institutional investor to vote the shares held.<sup>2</sup> Most organizations representing the views of institutional investors emphasize the importance of being an "active investor," generally meaning that institutional investors should vote all of their shares and should do so on an informed basis.<sup>3</sup>

Such engagement by institutional investors has the potential to better align the interests of shareholders and management as institutional investors have sufficient ownership stakes and sophistication to act as motivated representatives of diversified shareholders.

Institutional investors, in making their voting decisions, may use the services of proxy advisory firms in different ways and to varying degrees. In general, it is perceived that larger institutions with sophisticated in-house teams that focus on governance and voting issues may subscribe to the research reports and recommendations of one or more of the proxy advisory firms to further inform their own views, while smaller institutional investors may not have the necessary internal resources to conduct their own research and may choose to rely more heavily on the research and recommendations of proxy advisory firms for voting guidance.<sup>4</sup>

## 1.3. Growing demand for proxy advisory services

In recent years, the demand for the services provided by proxy advisory firms has grown. A number of factors are contributing to the increase in demand for the services offered by proxy advisory firms including the overall growth in institutional investment in a wide range of diversified issuers and greater pressure on institutional investors to effectively exercise their stewardship responsibilities.

Enhanced continuous disclosure requirements as well as the number and complexity of matters to be voted upon by shareholders at any given meeting have also increased the sheer volume of disclosure documents. These factors, combined with the time constraints imposed by the concentrated proxy season in Canada, have likely resulted in growing institutional investor demand for the analyses and vote recommendation services provided by proxy advisory firms.

With increased demand for proxy advisory services, the perceived influence of such firms' vote recommendations has also risen, leading some to suggest that a recommendation from a proxy

---

<sup>2</sup> Davies Ward Phillips and Vineberg LLP, *The Quality of the Shareholder Vote in Canada*, October 2011 (Davies Paper), at page 169.

<sup>3</sup> Ibid., at page 169. Also, in Canada, the Canadian Coalition for Good Governance deals with this issue in its *Statement of Principles Regarding Member Activism*, February 16, 2005: [http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Statement\\_of\\_Principles-Member\\_Activism\\_\\_Rev.\\_Version\\_-\\_Feb\\_16\\_2005\\_.pdf](http://www.ccg.ca/site/ccgg/assets/pdf/Statement_of_Principles-Member_Activism__Rev._Version_-_Feb_16_2005_.pdf).

<sup>4</sup> U.S. Government Accountability Office Report to Congressional Requesters, *Corporate Shareholder Meetings: Issues Relating to Firms that Advise Institutional Investors on Proxy Voting*, June 2007 (the GAO Report), at page 16.

advisory firm could make the difference between the success and failure of a corporate proposal.<sup>5</sup>

#### 1.4. Potential or perceived influence of proxy advisory firms

The potential or perceived influence of proxy advisory firms on both institutional and retail investors is a complex issue. As noted, proxy advisors may play an important role, particularly with regards to investors who may not have the expertise to weigh in on particular questions put to shareholders, who do not have the necessary internal resources to carry out their own research or who determine that reliance on external recommendations is an appropriate means of exercising their voting rights in certain circumstances. For other investors, proxy advisory firms provide supplemental information, analysis, and research, which may improve the overall quality of votes.

Currently, in Canada, the potential influence of proxy advisory firms' recommendations could be significant because, on average, approximately 32% of the shares of TSX-listed issuers are held by institutional investors.<sup>6</sup>

It is expected that a number of factors will contribute to further increase the volume of proxy votes and this growth may be accompanied by greater reliance on the recommendations of proxy advisory firms.<sup>7</sup> However, the extent of reliance by institutional investors on proxy advisory firms is the subject of debate. Some suggest that certain institutional investors view the reliance on proxy advisory firms as a form of insurance against regulatory criticism. In particular, this may be the case in the U.S. to the extent that institutions view the advice given by proxy advisory firms as part of their due diligence process in satisfying their fiduciary duties (for example, see excerpt from the comment letter submitted by the Center<sup>8</sup> to the Securities and Exchange Commission (the SEC)).<sup>9</sup>

<sup>5</sup> Paul H. Edelman and Randall S. Thomas, "Selectica Resets the Trigger on the Poison Pill: Where Should the Delaware Courts Go Next?", Vanderbilt University Law School, Public Law and Legal Theory Working Paper Number 11-20, June 2011, at page 40: "third-party proxy advisors, such as Risk Metrics, can have an effect on institutional investors' voting patterns. Both the court and academic commentary have recognized that the recommendation of a proxy advisor can have a pivotal impact on the outcome of a vote." See also, Davies Paper, *supra* note 2, at page 162.

<sup>6</sup> Bloomberg data search (January 2012), based on the average percentage of shares held by institutional investors for 1,114 of 1,500 TSX-listed issuers (institutional share ownership information is not available for all issuers).

<sup>7</sup> Center on Executive Compensation (Center), *A call for Change in the Proxy Advisory Industry Status Quo: The Case for Greater Accountability and Oversight*, January 2011, at pages 15-19 and page 21.

<sup>8</sup> The Center, based in Washington, develops and promotes principled pay and governance practices and advocates compensation policies that serve the best interests of shareholders (Center's website: <http://www.execcomp.org/>).

<sup>9</sup> Center comment letter dated October 25, 2010 to the SEC Concept Release on the U.S. Proxy System published July 14, 2010 (the SEC Concept Release), at page 3: "A primary reason for institutional investor reliance on proxy advisory firms, in the U.S., is a 2003 SEC interpretation that indicated that investment advisors could discharge their duty to vote their proxies and demonstrate that their vote was not a product of a conflict of interest if the vote was made in accordance with a pre-determined policy and based on the recommendations of an independent third party. The advisory firms are considered independent third parties, and if institutional investors rely on the recommendations made by them, the investors are held to have discharged their fiduciary duties to vote in the investors' best interests."

In the U.S., some studies suggest that approximately 15-20% of ISS clients have authorized ISS, the largest proxy advisory firm in North America, to automatically vote their proxies however it sees fit.<sup>10</sup>

However, it is our understanding that institutional investors generally follow the corporate governance policies and recommendations of proxy advisory firms because either: (i) they have considered and also agree with such policies and recommendations, or (ii) may not have considered the issue independently, but are prepared to rely on the proxy advisor's policies and recommendations because they believe the proxy advisor's voting guidelines are aligned with their views or guidelines.<sup>11</sup> Any potential influence of proxy advisory firms could be seen as positive to the extent that proxy advisory firms base their recommendations on the corporate governance views and preferences of Canadian institutional investors. From this perspective, the potential influence is not necessarily negative.

It is unclear whether proxy advisory firms' recommendations have any consequential impact on retail investors. The recommendations of proxy advisors with respect to individual matters voted on by an issuer's shareholders may be widely publicized in certain circumstances. For example, issuers and dissident shareholders in contested elections typically issue press releases publicizing proxy advisor recommendations in their favour, and such recommendations are considered significant enough to be reported in the news media. At least one author suggests that retail investors are probably being swayed by the "tsunami of press coverage that often accompanies a formal recommendation by a [proxy advisory] firm".<sup>12</sup>

Anecdotal evidence suggests that some issuers may feel pressured to accept proxy advisory firms' corporate governance policies, regardless of whether the policies are appropriately taking into account key factors and the particular circumstances of the issuers.<sup>13</sup>

### 1.5. Potential impact of concerns on market integrity

Some market participants cite the potential influence of proxy advisory firms over vote outcomes and the corporate governance of issuers, combined with the possible negative impact of conflicts of interest and lack of transparency concerns that are further described below, as support for greater regulatory oversight in this area. Critics also argue that the possible risk to market integrity could be greater because of limited competition in the proxy advisory industry such that supply and demand market forces may not provide sufficient "checks and balances" on the quality of the recommendations made by a proxy advisory firm.

In our view, it may be appropriate for the Canadian Securities Administrators (CSA) to consider regulating proxy advisors if the above-noted concerns are validated and have a negative impact on the integrity of Canadian capital markets. Accordingly, the purpose of the Consultation Paper is to obtain additional information and assess the validity of concerns about the activities of proxy

<sup>10</sup> Tamara C. Belinfanti, *supra* note 1, at page 15. *See also*, Paul Rose, "The Corporate Governance Industry", *The Journal of Corporation Law*, Summer 2007, at page 103.

<sup>11</sup> Davies Paper, *supra* note 2, at page 162.

<sup>12</sup> John Mackie, "Failed TMX Bid Puts Spotlight on Proxy Advisory Firms", *Business Law Currents*, June 30, 2011.

<sup>13</sup> Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, comment letter dated October 19, 2010 in response to the SEC Concept Release (*supra* note 9)), at page 5. *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, September 23, 2010, at page 23: "Proxy advisory firms seem to develop on an annual basis new policies that constitute best practices for directors or boards, and then use the 'stick' of a recommended 'withhold' vote for directors not following their current notion of best practices." Davies Paper, *supra* note 2, at page 162.

advisors, the impact on the capital markets, and, if warranted, the need for a securities regulatory response and the appropriate regulatory response.

## **2. Summary of Concerns**

We identify in this section the various concerns raised by certain market participants, primarily issuers and their legal advisers, and the potential impact of these concerns.

Each of these concerns, including our analysis of potential mitigating factors, will be more fully discussed in Part 4.

### **2.1. Potential conflicts of interest**

A conflict of interest may exist if a proxy advisory firm provides vote recommendations to institutional investors on corporate governance matters for which the same firm provided consulting services to the issuer. A proxy advisory firm's independence may also be compromised by conflicts arising in the ownership structure of some proxy advisory firms. Alternatively, an institutional client of a proxy advisory firm could be the proponent of a specific shareholder proposal that could be the subject of a favourable vote recommendation by the firm.

Potential conflicts of interest may compromise the independence of vote recommendations or create a perception that the recommendation is compromised. To the extent that potential conflicts of interest are not properly identified and managed, they could be viewed as having a negative impact on the integrity of the voting process.

### **2.2. Lack of transparency**

It is our understanding that lack of transparency concerns appear to be a combination of both (i) the lack of disclosure about how proxy advisory firms arrive at their vote recommendations and (ii) the lack of public disclosure of the actual report. The concern with lack of transparency is that, without that disclosure, issuers and investors may not be able to question and fully assess the quality of the information and analysis that underlie the vote recommendations, and evaluate their merits. This could have an impact on the integrity of our capital markets. Because the proxy voting report is the product of the commercial relationship between proxy advisory firms and their clients, the report is only provided to subscribers, but the recommendations may be disclosed by subscribers, issuers or other parties to the media for strategic reasons.

### **2.3. Potential inaccuracies and limited opportunity for issuer engagement**

The concern raised by some issuers with respect to apparent inaccuracies in proxy advisors' reports is that such inaccuracies may lead to misinformed decision-making to the extent that institutional investors significantly rely on a potentially flawed analysis underlying a vote recommendation. This concern may be especially acute in the context of complex, controversial voting matters (including M&A transactions) or close vote situations.

Issuers also feel that the process for engaging with proxy advisory firms in these situations is often unclear. However, whether such inaccuracies in reports are simply differences of opinion amongst issuers and proxy advisory firms or represent misinformed recommendations remains unknown.

## 2.4. Perceived corporate governance implications

Another concern raised is that proxy advisory firms may have become *de facto* corporate governance standard setters and that, as a result, issuers are compelled to adopt certain “one-size-fits-all” standards which may not be entirely suitable for their specific circumstances. In a 2010 survey conducted by the Center, 54 percent of survey respondents said they had changed or adopted a compensation plan, policy or practice in the past three years primarily to meet the standards of a proxy advisory firm.<sup>14</sup>

As further evidence of the influence of proxy advisors on corporate governance, it is our understanding that some national corporate law firms advise their issuer clients to consult ISS Canadian Proxy Voting Guidelines and the ISS Canadian Governance Policy updates.<sup>15</sup>

We recognize, however, that this influence on corporate governance practices can be beneficial to investors as it may result in the adoption of corporate governance best practices.

## 2.5. Extent of reliance by institutional investors

To date, we have not received any complaints from institutional investors who subscribe for services provided by proxy advisory firms. However, as previously noted, certain market participants are concerned that institutional investors may rely too much on the vote recommendations provided by proxy advisory firms. The extent of reliance can either be complete reliance, which includes an automatic vote in accordance with a proxy advisor's recommendations, or partial reliance, where institutional investors will conduct their own research and include proxy advisors' recommendations as part of their analysis in determining how to vote.

Institutional investors have a duty to their clients to deal appropriately with the assets they hold on their behalf. That duty will compel the institutional investor to vote its shares, whether to protect the long-term value of the investment or to approve or disapprove an action or event that may affect the investment in the short term.<sup>16</sup>

In the Canadian context, limited information is available about institutional investors' reliance on the services provided by proxy advisory firms and whether they have concerns about the activities of proxy advisors but are limited in their options due to the lack of competition in this industry or for other reasons.

In order to obtain additional information from institutional investors on these issues, we pose specific questions at the end of the Consultation Paper.

## 3. Current Regulatory Landscape in Canada and Internationally

### 3.1. Canada

Currently, in Canada, proxy advisory firms are not subject to formal securities regulatory oversight but their activities have been considered by securities regulators in the past to a limited extent, specifically in the context of our registration and proxy solicitation rules.

<sup>14</sup> Center, *supra* note 7, at page 4.

<sup>15</sup> For examples, see Stikeman Elliott LLP, *Continuous Disclosure Guide – 2011* (1 March 2011), Canadian Securities Law, [www.canadiansecuritieslaw.com/2011/03/articles/continuous-timely-disclosure/continuous-disclosure-guide-2011/](http://www.canadiansecuritieslaw.com/2011/03/articles/continuous-timely-disclosure/continuous-disclosure-guide-2011/), and McCarthy Tétrault LLP, *Management Proxy Circular Disclosure (and related matters) – Aide-mémoire*, [www.mccarthy.ca/pubs/Management\\_Proxy\\_Circular\\_Disclosure.pdf](http://www.mccarthy.ca/pubs/Management_Proxy_Circular_Disclosure.pdf), at page 5.

<sup>16</sup> Davies Paper, *supra* note 2, at page 169.

In terms of the registration regime, an “adviser” is defined as a person who engages in or holds himself out as engaging in the business of advising another with respect to investment in or the purchase or sale of securities.<sup>17</sup> The activities of a proxy advisory firm as described above do not include advising their clients whether or not to buy or sell securities, but are generally confined to advising their clients on how to exercise voting rights that attach to securities those clients already own.

Notwithstanding this view, it should be noted that in 2003 Fairvest Corporation, now Institutional Shareholder Services Canada Corp. (Canadian subsidiary of ISS), requested and obtained exemptive relief from our adviser registration requirements provided that proposals concerning corporate M&A transactions (i.e., which may lead to a “trade”) do not exceed five per cent of proposals in a given year.<sup>18</sup>

In terms of the proxy solicitation regime, *Regulation 51-102 respecting Continuous Disclosure Obligations* (Regulation 51-102) contains a definition of “solicit” for the purposes of that rule. The act of providing proxy voting advice may be caught by paragraph (c) of the definition of “solicit”, which would suggest that this activity is subject to the proxy solicitation requirements in Part 9 of Regulation 51-102.

However, to provide greater clarity as to the obligations of proxy advisory firms, proxy voting advice is carved out of the definition of “solicit” if it is communicated to clients (securityholders) in the ordinary course of business and not on behalf of any person soliciting proxies. In these circumstances, proxy voting advice is not subject to the proxy solicitation informational requirements in Regulation 51-102.

The relevant sections of the definition are as follows:

“solicit”, in connection with a proxy, includes . . .

(c) sending a form of proxy or other communication to a securityholder under circumstances that to a reasonable person will likely result in the giving, withholding or revocation of a proxy . . .

but does not include . . .

(k) communicating, other than a solicitation by or on behalf of the management of the reporting issuer, to securityholders in the following circumstances . . .

(iii) as clients, by a person who gives financial, corporate governance or proxy voting advice in the ordinary course of business and concerns proxy voting advice if:

(A) the person discloses to the securityholder any significant relationship with the reporting issuer and any of its affiliates or with a securityholder who has submitted a matter to the reporting issuer that the securityholder intends to raise at the meeting of securityholders and any material interests the person has in relation to a matter on which advice is given;

<sup>17</sup> See the definition of “adviser” in each of our securities acts.

<sup>18</sup> At the time, Fairvest Corporation requested the relief because it sometimes provided proxy voting advice on corporate transactions such as amalgamations, mergers and other types of reorganizations that may influence the decision to invest in or the buy or sell securities. These transactions represented a small proportion of the proposals on which it provided proxy voting advice.

- (B) the person receives any special commission or remuneration for giving the proxy voting advice only from the securityholder or securityholders receiving the advice; and
- (C) the proxy voting advice is not given on behalf of any person soliciting proxies or on behalf of a nominee for election as a director;

Equivalent provisions are found in the definition of “solicit” in section 147 of the *Canada Business Corporations Act* (paragraph (b) (vii) of such definition) and section 68 of the *Canada Business Corporations Regulations*.

As discussed more fully in Part 5, we continue to be of the view that neither of these regimes is an appropriate regulatory framework for any potential regulation of proxy advisory firms.

### 3.2 United States

As mentioned above, ISS and Glass Lewis are headquartered in the U.S. It is our understanding that, in addition to ISS and Glass Lewis, the proxy advisory industry in the U.S. is comprised of two other major firms: Marco Consulting Group and Egan-Jones Proxy Services. Of these four proxy advisory firms, two firms, ISS and Marco Consulting Group, have registered with the SEC as “investment advisers” under The *Investment Advisers Act of 1940* (*Advisers Act*) using the pension consultant exemption described below.<sup>19</sup> As a result, these firms have to make certain specific disclosures, including information about arrangements that the adviser has that involve certain conflicts of interest with its advisory client and are required to adopt, implement, and annually review an internal compliance program consisting of written policies and procedures that are reasonably designed to prevent the adviser or its supervised persons from violating the *Advisers Act*.<sup>20</sup>

In terms of how proxy advisory firms are currently regulated under U.S. federal securities law, the SEC described its current regime in the concept release identified in section 3.3 hereafter. Depending on their activities, proxy advisory firms may be subject to federal securities laws in at least two respects. The SEC described the current federal regulation of proxy advisors in the U.S. as follows:

First, because of the breadth of the definition of “solicitation,” proxy advisory firms may be subject to our proxy rules because they provide recommendations that are reasonably calculated to result in the procurement, withholding, or revocation of a proxy. As a general matter, the furnishing of proxy voting advice constitutes a “solicitation” . . . however, we adopted Exchange Act Rule 14a-2(b) (3) to exempt the furnishing of proxy voting advice by any advisor to any other person with whom the advisor has a business relationship from the informational and filing requirements of the federal proxy rules, provided certain conditions are met. . . .

Even if exempt from the informational and filing requirements of the federal proxy rules, the furnishing of proxy voting advice remains subject to the prohibition on false and misleading statements in Rule 14a-9.

<sup>19</sup> SEC Concept Release, *supra* note 9, at page 109. A person is an “investment adviser” under the *Advisers Act* in the U.S. if the person, for compensation, engages in the business of providing advice to others as to the value of securities, whether to invest in, purchase, or sell securities, or issues reports or analyses concerning securities.

<sup>20</sup> *Ibid.*, at page 113.

Second, when proxy advisory firms provide certain services, they meet the definition of investment adviser under the Advisers Act and thus are subject to regulation under that Act. . . . proxy advisory firms provide analyses of shareholder proposals, director candidacies or corporate actions and provide advice concerning particular votes in a manner that is intended to assist their institutional clients in achieving their investment goals with respect to the voting securities they hold. In that way, proxy advisory firms meet the definition of investment adviser because they, for compensation, engage in the business of issuing reports or analyses concerning securities and providing advice to others as to the value of securities.<sup>21</sup>

Proxy advisory firms may have to register with the SEC as investment advisers. The SEC noted that:

Whether a particular investment adviser is required to register with the Commission depends on several factors. Investment advisers are generally prohibited from registering with the Commission if they have less than \$25 million in assets under management. Proxy advisory firms are unlikely to have sufficient assets under management to register with the Commission because they typically do not manage client assets. Proxy advisory firms may nonetheless be eligible to register because they qualify for one of the exemptions from the registration prohibition under Rule 203A-2 under the Advisers Act. In particular, some proxy advisory firms may be able to rely on the exemption for “pension consultants” if they have pension plan clients with an aggregate minimum value of \$50 million.<sup>22</sup>

### 3.3 International Regulatory Initiatives

Various international regulatory agencies have also been looking at the role and potential regulation of proxy advisory firms.

In the U.S., the SEC undertook a public consultative process through the publication in July 2010 of the SEC Concept Release to assess the extent of the regulatory concerns and the potential policy options to address them but did not propose any particular regulatory framework.

The SEC Concept Release related to various aspects of the U.S. proxy system and included a section on proxy advisory firms.

The SEC Concept Release described the concerns expressed by market participants on the lack of accuracy and transparency with respect to recommendations provided by proxy advisory firms. Also identified were the perceived conflicts of interest resulting from proxy advisory firms providing both proxy vote recommendations to institutional investors and consulting services to issuers seeking assistance with proposals put to shareholders or with improving their corporate governance ratings.

We reviewed the comments received by the SEC on proxy advisory firms as part of our analysis of the concerns identified by market participants. The commenters who responded included issuers, institutional investors, law firms, academics, the proxy advisory firms and industry associations.

Based on our review of these comments, we observed certain high-level themes, which are summarized here as follows:

- There is a general agreement among commenters that proxy advisory services have an impact on the proxy voting process and that proxy advisory firms influence voting

<sup>21</sup> Ibid., at pages 107-110. See also Note 19 for the definition of “investment adviser”.

<sup>22</sup> Ibid., at pages 112-113.

outcomes and corporate behaviour. However, institutional investors view the influence on voting outcomes as overstated.

- There is general consensus among commenters that reliance on proxy advisory firms' research and recommendations by institutional shareholders will continue to grow.
- Proxy advisory firms help institutional investors in managing their voting responsibilities. Large institutional investors have their own internal policies and use proxy advisory firms' advice primarily as a source of information, but smaller institutional investors may lack the staff needed to fully evaluate all matters being voted on and may conclude that for cost/benefit reasons that it is appropriate to base their votes largely or entirely on proxy advisory firms' recommendations.
- On the issue of conflicts of interest, some are of the view that the current standard of boilerplate generic disclosure statements is not adequate; there should be clear and full disclosure of the conflicts. Some recommended that conflicts of interest be prohibited. Others recommended that if a proxy advisory firm offers consulting services to public companies, there should be a complete and total separation of the proxy advisory business from the consulting services.
- There is also general consensus that there should be disclosure of methodologies and rationales for a vote recommendation. With increased disclosure of the criteria and processes used to formulate recommendations, investors will be better able to understand and evaluate vote recommendations.
- Almost all issuers expressed the concern that there may be errors in the vote recommendation reports and that they have little recourse to have these corrected by proxy advisory firms. Many suggested that proxy advisory firms should have processes to ensure factual accuracy and reliability of what they publish and include the opportunity for issuers to review and comment.

At the date of this publication, we are not aware of the SEC's timing or regulatory plans in this area. We will continue to monitor U.S. developments in this regard.

In 2009, the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance (CCG) carried out a comprehensive review of corporate governance principles. In its report dated September 23, 2010, the CCG stated in Principle 8 with respect to proxy advisory firms, that it "recognizes the influence that proxy advisory firms have on the market, and believes that such firms should be held to appropriate standards of transparency and accountability."

CCG recommended that:

1. the SEC should engage in a study of the role of proxy advisory firms to determine their potential impact on, among other things, corporate governance and behaviour and consider whether or not further regulation of these firms is appropriate;
2. at a minimum, proxy advisory firms should be required to disclose the policies and methodologies that the firms use to formulate vote recommendations, as well as material conflicts of interest, and to hold themselves to a high degree of care, accuracy and fairness in dealing with both shareholders and companies by adhering to strict codes of conduct; and

3. proxy advisory firms should be required to disclose the company's response to their analysis and conclusions.<sup>23</sup>

Similar initiatives have been undertaken in Europe. For example:

1. The French Autorité des marchés financiers (AMF France) issued *AMF Recommendation No. 2011-06 of 18 March, 2011 on Proxy Advisory Firms*. AMF France recommended standards for proxy advisory firms in order to promote transparency and manage conflicts of interest.
2. The European Commission published for comment on April 5, 2011, the *Green Paper: The EU Corporate Governance Framework*, aimed at assessing the need for improvement of corporate governance in European listed companies.
3. The European Securities and Markets Authority published for comment on March 22, 2012 the *Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry - Considerations on Possible Policy Options*.

More details regarding these international initiatives can be found in Appendix A.

#### 4. Analysis of Concerns Raised and Possible Regulatory Responses

We identified in Part 2 certain concerns raised by market participants. In this section, we will consider in greater detail whether these concerns raise market integrity issues that require a securities regulatory response. We will also consider the extent to which proxy advisors are voluntarily addressing these concerns without securities regulatory intervention.

Overall, any securities regulatory response should be proportionate to the potential impact of these concerns on market integrity. In examining and analyzing each of the concerns raised and, on the assumption that a securities regulatory response is warranted, we will discuss how a securities regulatory response may address each of these concerns.

We are requesting your feedback on the concerns identified, our analysis of them and our possible responses, as well as any other alternative regulatory response.

##### 4.1. Potential conflicts of interest

A proxy advisory firm may provide advisory services to issuers on corporate governance or executive compensation matters or provide assistance in developing proposals to be submitted for shareholder approval. Some proxy advisers also qualitatively rate issuers' corporate governance policies and provide consulting services on how to improve their corporate governance ratings.<sup>24</sup> As a result, a proxy advisory firm may provide vote recommendations to institutional investors on corporate governance matters for which the same firm provided consulting services to the issuer.

Alternatively, an institutional client of a proxy advisory firm could be the proponent of a specific shareholder proposal that could be the subject of a favourable vote recommendation by the firm.

There may also be conflicts in ownership structure. For example, Glass Lewis is owned by Teachers which engages in public and private equity investing in issuers on whom Glass Lewis makes recommendations.

<sup>23</sup> *Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance*, September 23, 2010, at page 6.

<sup>24</sup> ISS publishes "governance risk indicators". See [www.issgovernance.com/grid-info](http://www.issgovernance.com/grid-info).

Current practice seems to be to provide minimal disclosure in the relevant report, sometimes in the form of boilerplate statements that simply note that conflicts may generally exist.<sup>25</sup>

#### 4.1.1. Analysis

It is our understanding that proxy advisory firms have conflicts of interest policies and procedures in place within their organizations.

For example, ISS manages potential conflicts through a combination of the application of their published voting policy guidelines, a compliance program (Code of Ethics that prescribes conduct of employees in carrying out their responsibilities), implementation of a “firewall” to mitigate conflicts around the advisory business, and disclosure. Clients are informed of potential conflicts and each proxy report contains a legend that the issuer may be a client of ISS. Institutional clients may contact ISS' legal department for specific details.<sup>26</sup>

As another example, Glass Lewis provides disclosure on the front page of its reports regarding potential conflicts. When an institutional investor client solicits votes through a shareholder proposal, Glass Lewis discloses that fact on the front page of the report. Glass Lewis also discloses when an investment manager subsidiary of a public company on which it is writing a report subscribes to its research. Furthermore, where Glass Lewis becomes aware through public disclosure that Teachers has a significant, reportable stake in a company it is covering, that fact is disclosed on the front page of the report for that company.<sup>27</sup>

While this suggests that proxy advisory firms do undertake certain preventative measures, it is not clear to what extent all of the information regarding their policies and procedures are publicly available and whether making them publicly available might address the concerns expressed regarding conflicts of interests.

#### 4.1.2. Possible approach

Potential conflicts of interest have traditionally been addressed in securities regulation through prohibition, adoption of policies or procedures that mitigate the conflicts, or disclosure.

Prohibition of conflicts of interest would only be appropriate if there is clear evidence of a material negative impact of any potential conflict of interest on market integrity. We do not think outright prohibition of conflicts of interest is necessary or appropriate for proxy advisory firms at this time.

We considered the conflict of interest requirements of research analysts when publishing reports or making recommendations with respect to the purchase or sale of securities. There are minimum procedural requirements set out in IIROC (Investment Industry Regulatory Organisation of Canada) Dealer Member Rule 3400<sup>28</sup> for research analysts that operate within an investment dealer. We could consider the relevance of these provisions in developing any potential

<sup>25</sup> Cornell Law School, comment letter dated October 20, 2010 in response to the SEC Concept Release (*supra* note 9), at page 3. Pension Investment Association of Canada, comment letter dated December 22, 2010 in response to the SEC Concept Release (*supra* note 9), at page 3: “generic disclosure statements are inadequate and proxy advisory firms should make specific disclosure regarding the presence of a potential conflict of interest.” *See also*, SEC Concept Release, (*supra* note 9), at page 117.

<sup>26</sup> ISS comment letter dated October 20, 2010 in response to the SEC Concept Release (*supra* note 9), at page 8.

<sup>27</sup> Glass Lewis comment letter dated October 18, 2010 in response to the SEC Concept Release (*supra* note 9), at page 10.

<sup>28</sup> <http://iirc.knotia.ca/Knowledge/View/Document.cfm?Ktype=445&linkType=toc&dbID=281205341&tocID=842>.

regulation of proxy advisory firms although we recognize that research analysts have a more direct link to our mandate of protecting investors and market efficiency.

An appropriate response to the concerns raised could be to require proxy advisory firms to identify and control conflicts of interest through adequate organizational structures. Some such structures may already be in place but currently are not fully transparent to other market participants since there are no specific regulatory requirements for proxy advisory firms to disclose such structures.

To the extent that market participants agree that a securities regulatory response is warranted to address potential conflicts of interests at proxy advisory firms, we are requesting your feedback on whether we should require proxy advisory firms to develop, implement and disclose conflicts of interest policies and procedures to manage potential conflicts of interest.

In particular, we request your feedback on the following possible requirements:

1. proxy advisory firms should separate their proxy voting services from the advisory or consulting services;
2. proxy advisory firms should have policies and procedures designed to identify and manage any conflicts of interest that arise in connection with the issuance of a vote recommendation; a firm should have policies to deal with employee conflicts and ownership conflicts;
3. proxy advisory firms should disclose the procedures in place to mitigate or address conflicts; disclosure of the specific conflict in the report to their clients may also be required; and
4. proxy advisory firms should review the effectiveness of such policies and procedures on a regular basis.

The conflicts of interest policies and procedures would be disclosed on the proxy advisors' websites.

#### **4.2. Lack of transparency**

Proxy advisory firms' recommendations and how they generate their vote recommendations are not in the public domain because subscription arrangements with clients are private contractual matters. Proxy advisory firms issue reports on a subscription basis to their institutional investor clients and we understand that issuers may also subscribe. For other (non-subscribing) investors, information regarding such recommendations comes in summary form from issuers, bidders or targets, typically in press releases.

Ordinarily, vote recommendation reports are not publicly available and, given the commercial nature of the relationship between proxy advisory firms and their clients, there may be valid business reasons for not making them publicly available.

Even if the recommendation is available publicly, the underlying analysis is not disclosed. While in some cases the analysis may be straightforward application of the proxy advisor's policies, there may be cases which are more nuanced and complex.

##### **4.2.1. Analysis**

It is our understanding that proxy advisory firms' vote recommendations are generally based on the application of predefined methodologies and are based on publicly available information. We

also understand that there can be some subjective analyst review and there are internal procedures for reviewing the reports before they are finalized.

A concern may exist with the absence of information about how proxy advisors arrived at their recommendation to the extent that issuers and investors cannot assess the quality of the data and analysis that inform the recommendation, and evaluate its merits.

We are considering whether disclosure of the methodologies, analytical models and assumptions used in arriving at a vote recommendation would allow the market to evaluate and judge the rationale for the recommendation or determine why a proxy advisor has made a particular recommendation. Disclosure of significant public informational sources used in determining a recommendation may also be helpful.

The additional disclosure may improve the quality and credibility of vote recommendations. An example of the merits of disclosure of the analysis is where various proxy advisory firms make a different vote recommendation for the same matter put to a vote at a shareholders' meeting. Without sufficient details of the underlying analysis, the client cannot make an informed assessment of the different recommendations (for the same matter) in deciding how to vote.

However, we also question whether disclosure of methodologies and analytical models is necessary or appropriate given the commercially sensitive and proprietary nature of not only this information but even the process undertaken by proxy advisory firms to generate their vote recommendations. We would welcome views as to whether the market could benefit from improved transparency in this area or whether the risks in doing so are too significant to justify any intervention.

#### **4.2.2. Possible approach**

Given that the vote recommendation itself is essentially a product for which clients have paid subscription fees to obtain, it may not be appropriate to require the reports to be publicly disclosed.

To the extent that a securities regulatory response is warranted to address concerns surrounding lack of transparency, we request your feedback on whether disclosure of the analysis concerning a vote recommendation that enables an investor to assess the basis for a vote recommendation could be appropriate. We would consider requiring that proxy advisory firms disclose the internal procedures, guidelines, standards, methodologies, assumptions and sources of information supporting their vote recommendations. Data gathering procedures to ensure the accuracy of information could also be disclosed.

In determining whether to require the above disclosure, we will have to consider the appropriateness of requiring disclosure if the information is confidential, proprietary or cannot be disclosed for valid business purposes.

#### **4.3. Potential inaccuracies and limited opportunity for issuer engagement**

We obtained anecdotal information from our informal discussions with issuers (in addition to comment letters submitted to the SEC) about concerns with inaccuracies in the underlying data used to arrive at a recommendation.<sup>29</sup> Issuers have also complained that, even if those matters were raised, proxy advisory firms did not correct factual inaccuracies once they were made

---

<sup>29</sup> Kinross Gold Corporation comment letter dated October 20, 2010 in response to the SEC Concept Release (*supra* note 9), at pages 1-3. See also *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report*, October 24-25, 2011, at page 28.

aware of them. A 2010 survey carried out by the Center in the U.S. seems to support this information: “of those responding, 53 percent said that a proxy advisory firm had made one or more mistakes in a final published report on the company’s compensation programs in 2009 or 2010.”<sup>30</sup>

In the Center’s view, “the implications of these inaccuracies are alarming. ISS has historically recommended voting against between 30 and 40 percent of all stock plans it reviews. It follows that if the Center data is representative of large companies generally, then proxy advisory firms are negatively impacting the compensation programs at a meaningful number of companies because of institutional investors’ reliance on the data.”<sup>31</sup>

Some issuers have also complained of the limited time they are given to provide comments on a proxy advisory firm’s preliminary report. They noted that the firm’s final report often did not incorporate all of their comments and some reports contained mistakes.<sup>32</sup>

#### 4.3.1. Analysis

ISS and Glass Lewis each have different approaches to engaging with issuers on matters proposed to be voted upon at shareholders’ meetings.

ISS distributes its report and recommendations to the issuer in advance of releasing them and gives the issuer an opportunity to vet the report for factual content. Glass Lewis does not meet with issuers once the proxy materials have been sent out, because it believes it is more appropriate to restrict its analysis and recommendations to the issuer’s public disclosure. Exceptions are made in the case of contested meetings, certain major transactions or other unique circumstances, where Glass Lewis will meet with the issuer and dissidents on a call with some of its clients. It does not provide issuers with an opportunity to comment on its report and recommendations before it is released.<sup>33</sup>

Both ISS and Glass Lewis have recently announced new processes to facilitate engagement with investors and issuers.<sup>34</sup>

Nonetheless, issuers continue to be concerned with inaccuracies in proxy advisor reports as they may lead to misinformed decision-making, especially in the context of complex, controversial voting matters (including M&A transactions) or close votes and that the process for engaging with proxy advisory firms in these situations is often not clear. If these concerns are valid and result in material inaccuracies, that could support a proposal for proxy advisory firms to have a process to address issuer comments on vote recommendations and the underlying analysis.

However, it is not clear to us whether such inaccuracies may simply be differences of opinion or analysis rather than misinformed recommendations by proxy advisory firms that pose risks to market integrity and, ultimately, whether actual voting outcomes were negatively affected in these situations. Accordingly, we are soliciting feedback in this regard.

<sup>30</sup> Center, *supra* note 7, at page 10.

<sup>31</sup> *Ibid.*, at page 10.

<sup>32</sup> *Ibid.*, at pages 55-57. The Center attributes the inaccuracies to the following: (1) workload pressures caused by the tremendous growth in the proxy advisory industry; (2) the increased length of proxy disclosures and short turnaround time for analyses; and (3) inadequate quality controls at the proxy advisory firms as proxy advisory firms seek to reduce costs by outsourcing data collection and analysis to low labour-cost countries.

<sup>33</sup> Davies Paper, *supra* note 2, at page 166.

<sup>34</sup> ISS, news release dated March 29, 2012 ([www.issgovernance.com/news/](http://www.issgovernance.com/news/)). Glass Lewis, news release dated April 12, 2012 ([www.glasslewis.com/about-glass-lewis/press-releases/](http://www.glasslewis.com/about-glass-lewis/press-releases/)).

#### 4.3.2. Possible approach

To the extent that a securities regulatory response is warranted to address these concerns, we request feedback on whether to require that proxy advisory firms have a policy to deal with issuer comments on vote recommendations and the underlying analysis. In particular, the policy would specify the process for issuer engagement, and require that proxy advisors publicly disclose this process.

To inform our analysis on this issue, we are requesting your feedback on whether, if we require proxy advisory firms to have a process for issuer engagement, we should also prescribe the terms of the process by which proxy advisors engage with issuers (for example, by setting specific timelines for which issuers must be given an opportunity to review a draft vote recommendation).

#### 4.4. Development of corporate governance standards

It has been suggested that proxy advisory firms are no longer “independent” experts evaluating a proposal but influence behaviour of the issuer they make recommendations about.

Proxy advisory firms may indirectly act as “standard-setters” and, as such, some have questioned whether they have the necessary expertise to set corporate governance standards and whether their approach to developing such standards is sufficiently thorough and transparent. While a similar role is played by other governance organizations, these entities do not have as direct an (potential) influence over vote outcomes.

On the other hand, to the extent that proxy advisors engage in a valid policy development process, any potential influence they have may benefit investors broadly by encouraging widespread adoption of governance best practices.

##### 4.4.1. Analysis

Because of the growing influence of proxy advisory firms, the impact of their policies and recommendations on Canadian corporate governance practices may be significant. As mentioned above, a number of issuers claim to adopt the policies in an effort to obtain positive vote recommendations from proxy advisory firms.

According to some proxy advisory firms, policies developed are likely to reflect institutional investor clients' preferences and views as well as the perspectives of other market participants. For example, ISS gives institutional clients an opportunity to provide input and feedback on policy issues every year post proxy season. In addition, ISS analysts communicate with institutional clients during the course of proxy season on a range of issues including those that are highly contentious. Finally, all market policy documents are available on the ISS website for easy access by both institutional investors and the issuer community.<sup>35</sup>

Glass Lewis develops its proxy voting guidelines based on academic studies and client feedback.<sup>36</sup>

##### 4.4.2. Possible approach

Because of the potential impact of the policies recommended by proxy advisory firms on issuers and their operations, it may be advisable that issuers and other market participants be made

<sup>35</sup> Davies Paper, *supra* note 2, at page 164 for a full description of the process.

<sup>36</sup> *Ibid.*, at pages 164-165 for a full description of the process.

aware of any corporate governance policy proposed and ultimately adopted by proxy advisory firms that may affect them for purposes of the upcoming proxy season.

To the extent that a securities regulatory response is warranted to address these concerns, we request your feedback on whether proxy advisory firms should implement fair and transparent procedures for developing corporate governance standards. We would suggest that the procedures and standards be publicly disclosed. Public disclosure of the procedures may result in market participants' confidence in the standard-setting function of proxy advisors.

#### 4.5. Reliance by institutional investors

As noted at the outset of the Consultation Paper, it is unclear to what extent institutional investors in Canada rely on the vote recommendations by proxy advisory firms in any given situation and, if such reliance is placed, the reasons why such investors have made this decision.

In the U.S. context, the GAO Report noted that, whether large or small, all of the 31 institutional investors interviewed indicated that they: (i) retain the fiduciary obligation to vote proxies in the best interest of their clients, irrespective of their reliance on proxy advisory firms, (ii) do not delegate this responsibility, and (iii) retain the right to override any proxy advisory firm recommendations, all of which may limit the amount of influence that proxy advisory firms hold.<sup>37</sup> We are not aware of any similar study in Canada.

Furthermore, we note that any potential influence that a recommendation from a proxy advisor wields generally stems from the willingness of institutional investors to follow vote recommendations on the basis that either:

- (i) they have considered and also agree with such recommendations, or
- (ii) may not have considered the issue independently, but are prepared to rely on the proxy advisor's recommendations because they believe they are aligned with their guidelines.<sup>38</sup>

##### 4.5.1. Analysis

At a recent Canadian shareholder democracy conference, it was noted that for larger shareholders there is a lot of thought that goes into exercising their voting rights. Smaller institutions may be more likely to follow the advice of proxy advisors because there is a large regulatory burden on them to keep up with the information flows.<sup>39</sup>

However, it is our understanding that very limited empirical information exists about how institutional investors in Canada actually use the services of proxy advisory firms and, generally, whether they share any or all of the concerns discussed in the Consultation Paper. We are therefore soliciting feedback on: (i) how institutional investors view their voting obligations, (ii) the extent to which various types of institutional investors rely on the services provided by proxy advisors, and (iii) whether they share any of the concerns described above or if market forces are sufficiently addressing these issues from their perspective.

In this regard, we included at the end of the Consultation Paper specific questions for institutional investors to inform our analysis and views.

<sup>37</sup> GAO Report, *supra* note 4, at pages 16-17.

<sup>38</sup> Davies Paper, *supra* note 2, at page 162.

<sup>39</sup> *Shareholder Democracy Summit Inaugural Report*, *supra* note 29, at pages 14-15.

## 5. Potential Securities Regulatory Frameworks

There are good business reasons and capital market benefits for the existence of proxy advisory firms and the services they provide to their clients. They serve a market need and we anticipate increased demand for their services.

Overall, any possible regulatory response to the activities of proxy advisory firms should address the concerns identified above and meet the objective of making these firms more accountable and the process leading to vote recommendations more transparent.

Based on the feedback received and evidence of the impact of the concerns on market integrity, we may determine that a securities regulatory response is warranted to address any or all the concerns raised. Several securities regulatory frameworks can be considered to implement such responses.

This section deals with possible frameworks for imposing securities regulatory obligations on proxy advisory firms. We outline our analysis and assessments regarding each of the potential securities regulatory frameworks that we identified during the course of our review.

A possible securities regulatory framework in this area could consist of either:

1. amendments to existing securities regulatory frameworks; or
2. the creation of a new securities regulatory framework that would apply specifically to the activities of proxy advisory firms.

For reasons further detailed below, we are of the view that amendments to the existing securities regulatory regimes are not appropriate and that any proposed regulatory framework in this area should include the adoption of a new stand alone securities regulatory instrument. If we decide to implement such an instrument, it would require that we obtain the appropriate legislative authority to adopt it.

Once we have determined the need for regulatory intervention and identified the specific concerns that need to be addressed, we would determine what form of regulation may be appropriate. In that context, we will consider a range of alternatives including but not limited to the alternatives mentioned below.

### 5.1. Potential amendments to existing securities regulatory frameworks

In this section, we review and analyze whether amendments to our existing registration or proxy solicitation regulatory frameworks would be a suitable response to the concerns identified with proxy advisory firms, assuming that a securities regulatory response is actually warranted.

We note that even if we integrate proxy advisory firms into these existing securities regulatory frameworks, amendments to our securities acts would be necessary to regulate proxy advisory firms within these existing frameworks.

#### 5.1.1. Registration as an “adviser”

*Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations* (Regulation 31-103) sets out the requirements for firms and individuals that are in the business of trading in, or advising on, securities, or if they act as an underwriter or manage an investment fund. To determine whether registration is required as a dealer or an adviser, a firm must consider whether its activities amount to trading or advising, and then determine whether it is carrying out those activities as a business.

Regulation 31-103 provides for categories of registration that serve to specify the types of registrable activity a firm may conduct, and provide specific requirements for each category.

An adviser, as defined in each of the securities acts in Canada, is a person who engages in or holds himself out as engaging in the business of advising another with respect to investment in or the purchase or sale of securities.

#### **5.1.1.1. Analysis and conclusion**

In our view, proxy advisory firms are not in the business of advising in the purchase or sale of securities, and therefore, should not be required to register as “advisers” under our securities acts. Although proxy advisory firms provide advice when they make vote recommendations to their clients regarding proposals put to shareholders at shareholders’ meetings, this advice is most often not directly with respect to an investment in securities or the purchase or sale of securities.

Moreover, the activities of proxy advisory firms do not fit within the principles underlying the registration regime since these activities have little connection with registration in the traditional sense and are remote from the protection of retail investors.

As our objective would be to regulate proxy advisory firms as market participants and not necessarily to specifically regulate their relationships with clients, the application of the principles of registration would pose a challenge.

An additional difficulty is that the registration requirements and the registrant obligations under Regulation 31-103 are not tailored to the business of proxy advisory firms.

If we chose to regulate proxy advisory firms as advisers, we would have to consider whether our current fitness requirements for registered advisers based on the principles of proficiency, integrity and solvency are appropriate. Once registered, proxy advisory firms would then be subject to our oversight through our compliance review programme and our enforcement function.

#### *Conclusion*

Our registration regulatory framework was not designed to regulate the proxy advisory industry, since proxy advisors do not directly provide investment advice, do not execute trades or manage any client money. If we were to suggest that proxy advisors register as “advisers”, we believe that significant amendments would need to be made to the registration framework to accommodate the regulation of proxy advisors. For these reasons, we conclude that the existing registration framework is not appropriate for proxy advisors.

#### **5.1.2. Proxy solicitation requirements**

As noted previously, Regulation 51-102, a rule that generally applies to reporting issuers, excludes from the definition of “solicit” the function of providing proxy voting advice. Specifically, the definition of “solicit” does not include a proxy advisory firm communicating to security holders, as clients, if the communication is in the ordinary course of business, the firm discloses any potential conflicts of interest, the firm receives remuneration only from clients, and the proxy voting advice is not given on behalf of a person soliciting proxies.

### 5.1.2.1. Analysis and conclusion

If we opted to regulate proxy advisory firms through the existing proxy solicitation framework, we would have to either remove the exception to the definition of “solicit” or add further conditions to that exception.

If we proposed to remove the exception, proxy advisory firms would be required to prepare and send a proxy circular to securityholders as required by Part 9 of Regulation 51-102. In our view, this is not the right outcome for regulating proxy voting advice.

Alternatively, we could propose additional conditions to the exception. Further conditions, in our view, would only be added if they related to the general business of a proxy advisory firm. We may not be able to add conditions to require proxy advisory firms to implement policies to deal with conflicts of interest or require disclosure of methodologies supporting the vote recommendations of proxy advisory firms without amending our securities acts to obtain rule-making authority to do so.

#### *Conclusion*

We do not believe that the activities of proxy advisory firms amount to “soliciting” proxies nor is preparing and sending a proxy circular the proper response to the concerns raised. Our view is supported by the fact that proxy voting advice is not considered as soliciting under our existing proxy solicitation rules, as evidenced by the exception to the definition of “solicit”. Proxy solicitation rules should only apply if the person is actually soliciting proxies.

Furthermore, if we chose to regulate proxy advisory firms through the proxy solicitation requirements in Regulation 51-102, we would be creating a regulatory framework for proxy advisors in a rule that is designed to apply mainly to reporting issuers.

For these reasons, we do not believe that the proxy solicitation regulatory framework contained in Regulation 51-102 is an appropriate securities regulatory framework for proxy advisors.

## 5.2. Adoption of a new securities regulatory framework

To the extent that we conclude that a securities regulatory response is warranted, our preferred securities regulatory solution would be the creation of a new stand alone securities regulatory instrument. Such an instrument would require clear legislative authority to regulate proxy advisory firms. This approach would not attempt to compel proxy advisors to comply with requirements of existing regimes that were not designed with them in mind.

Amendments to our securities acts in order to obtain legislative authority to regulate proxy advisory firms will be necessary to implement this securities regulatory framework.

### 5.2.1. Requirements and disclosure framework

The framework described below could be set out in a rule that would be directed at proxy advisory firms. The rule could spell out the requirements for a proxy advisory firm in the business of “making” vote recommendations on proposals put to a vote at shareholders’ meetings of Canadian reporting issuers.

The rule would include our securities regulatory proposals that we consider warranted to respond to conflicts of interest concerns, and increase transparency in the activities of proxy advisory firms.

In summary, possible requirements could be as follows:

1. to mitigate conflicts of interest,
  - a. proxy advisory firms would be required to have policies and procedures designed to identify and manage any potential conflicts of interest that arise in connection with the issuance of a vote recommendation. A firm would have policies to deal with employee conflicts and ownership conflicts;
  - b. proxy advisory firms would be required to disclose on their website the procedures in place to mitigate or address conflicts. Disclosure of a specific conflict in a vote recommendation report to their clients could also be required; and
  - c. proxy advisory firms would separate their proxy voting services from the advisory or consulting services;
2. to increase transparency in the activities of proxy advisory firms,
  - d. proxy advisory firms would disclose internal procedures, guidelines, standards, methodologies, assumptions and sources of information supporting vote recommendations;
  - e. proxy advisory firms would implement policies that describe their processes to deal fairly with comments from issuers by allowing issuers an opportunity to review the reports and proxy advisory firms to respond to issuers' comments prior to the issuance of the report. The details of the policies would be disclosed on the firms' websites;
  - f. proxy advisory firms would disclose on their websites the procedures they implement in developing their voting policy guidelines.

Based on our analysis, this would be the preferred securities regulatory framework for any potential regulation of proxy advisory firms.

### 5.2.2. Other possible securities frameworks considered

We've also considered the following frameworks and are seeking comments on these alternatives.

#### Designation framework

Some market participants have indicated that proxy advisory firms should be regulated in a manner similar to the regulation of credit rating organizations.

The securities regulatory framework contemplated for credit rating organizations may be a possible approach to respond to the conflicts of interest and transparency concerns raised regarding proxy advisory firms. In addition, a component of the designation framework would be the oversight function in the form of compliance reviews performed by regulators.

However, we do not believe that there are sufficient similarities to make it necessary to "designate" proxy advisory firms. Unlike credit rating organizations, proxy advisors do not have a formal role recognized in securities legislation; securities rules do not have requirements that rely on the activities of proxy advisory firms.

In our view, and for reasons mentioned above, it is not advisable to impose entry requirements nor appropriate for securities regulators to perform the requisite compliance oversight functions

for proxy advisory firms as the role of proxy advisors is different to other entities whose activities are relied upon as part of other securities law requirements.

### **Certification framework**

A certification securities regulatory framework requires an appropriate person to certify compliance with specific requirements in a rule. The rule would have to include requirements that may be similar to those identified above in section 5.2.1. We could then require that proxy advisory firms designate an appropriate organizational representative to certify that they have complied with the requirements.

Alternatively, we could require certification only with regards to certain requirements in the rule. For example, proxy advisory firms could certify that they have controls in place to mitigate conflicts of interest or to ensure accuracy of data used for their recommendations.

We are concerned that this securities regulatory approach may impose unnecessary burdens for proxy advisory firms. In order to provide a valid certification of compliance with the specific requirements, proxy advisory firms could potentially incur significant additional costs.

### **Comply or explain framework**

A comply or explain securities regulatory framework would require proxy advisory firms to comply with specific best practices or guidelines, and to explain, if they have not complied with the practices and guidelines, why not. This framework would require securities regulators to determine what best practices and standards are for the proxy advisory industry (for example, the potential requirements identified above in section 5.2.1). These would be set out in a rule.

This would be a less intrusive and more incremental regulatory approach that would be appropriate if there are not valid reasons for an approach requiring strict compliance with specific rules for proxy advisory firms. However, it would require us to develop the practices and standards appropriate for proxy advisory firms.

### **Best practices guidance**

Another option would be to adopt a policy that would give guidance on best practices for proxy advisory firms. This approach would be similar to a “comply or explain” model to the extent that securities regulators would determine what best practices are for proxy advisory firms. It would be a minimally intrusive form of potential regulation.

However, if the concerns and impact on market integrity are valid and significant, this option may not be sufficient as it would not provide securities regulators with the ability to ensure and enforce compliance as compared to a rule-based approach. Also, similar to the “comply and explain” approach, securities regulators would be required to develop the requisite best practices for proxy advisory firms.

### **5.3. Specific request for comment**

We specifically seek comments in response to the following questions from *all market participants*:

#### **General**

1. Do you agree, or disagree, with each of the concerns identified in the Consultation Paper, namely: (i) potential conflicts of interest, (ii) perceived lack of transparency,

2. Are there other material concerns with proxy advisory firms that have not been identified? Please explain.

3. Are there specific gaps in the current practices of proxy advisory firms which justify regulatory intervention? Is there a concern that future gaps could be created as a result of new entrants or changes in business or other practices?

4. Do you believe that the activities of proxy advisory firms should be regulated in some respects and, if so, why and how?

#### ***Potential conflicts of interest***

5. To what extent do you consider proxy advisory firms to: (i) be subject to conflicts of interest in practice, (ii) already have in place appropriate conflict mitigation measures, and (iii) be sufficiently transparent regarding the potential conflicts of interests they may face? If you are of the view that current disclosure by proxy advisory firms regarding potential conflicts of interest is not sufficient, please provide specific examples of such insufficient conflicts of interest disclosure and suggestions as to how such disclosure could be improved.

6. If you are of the view that there are conflicts of interest within proxy advisory firms that have not been appropriately mitigated, which of these are the most serious in terms of the potential (negative) impact on development of their voting recommendations and why?

7. Should we propose an amendment to Regulation 51-102 to require reporting issuers to disclose consulting services from proxy advisors in their proxy circular? Or would such disclosure undermine the existing controls and procedures (i.e., "ethical wall") in place which currently may prevent proxy advisory firm research staff who review an issuer's disclosure from being made aware of the identity of their firm's consulting clients?

#### ***Perceived lack of transparency***

8. Could disclosure of underlying methodologies and analysis provide beneficial information to the market or would the commercial costs of doing so be too significant?

#### ***Issuer engagement***

9. To what extent could there be an improvement in the dialogue with issuers during the vote recommendation process?

10. During proxy season, is it appropriate for a proxy advisory firm to engage with issuers in all circumstances or are there legitimate business and policy reasons why it should not be required to do so? Are there certain special types of situations where it is more important that issuers are able to engage with proxy advisory firms?

11. If a proxy advisory firm, as a matter of policy, believes that there are certain circumstances where it is not appropriate for it to give issuers an opportunity to review its reports, would it be sufficient to only require in these circumstances that the underlying rationale for such

policy be disclosed? Please explain. Or, alternatively should proxy advisory firms be required to provide issuers with an opportunity to review their reports in all circumstances?

12. Should we prescribe the details of the processes that proxy advisory firms implement to engage with issuers? If so, what do you suggest the requirements should be?

***Potentially inappropriate influence on corporate governance practices***

13. To what extent should there be a more fair and transparent dialogue between proxy advisors and market participants on the development of voting policies and guidelines? Is it sufficient for proxy advisors to address governance matters by soliciting comments from their clients?

***Proposed regulatory responses and framework(s)***

14. Do you think a securities regulatory response is warranted in connection with each of the concerns identified above? Please explain why or why not.

15. Do you agree with the suggested securities regulatory responses to each of the concerns raised? If not, what alternatives would you suggest?

16. Do you agree or disagree with the requirements and disclosure framework set out in section 5.2.1 to address the concerns identified? If not, please indicate why. Would you prefer instead one of the other suggested securities regulatory frameworks identified above? If so, please indicate why. Do you agree or disagree with our analysis of these frameworks? Do you have suggestions for an alternative regulatory framework?

17. Are you of the view that we should prescribe requirements in addition to or instead of those identified above for proxy advisory firms?

***Additional questions for institutional investors:***

18. To what extent and in what ways do you rely on the services provided by proxy advisory firms? Please be as specific as possible.

19. How do you view your duty to vote and how do the vote recommendations of proxy advisory firms play a part in your decision-making process?

20. Do institutional investors have the ability to require changes to proxy advisory firms' practices without the need for regulatory intervention?

21. Assuming you share the concerns identified above, do lack of choice/competition or other market factors in the proxy advisory industry limit your ability to address these concerns directly such that regulatory intervention is warranted? Please explain.

22. Given the above-noted concerns regarding the overall quality and lack of transparency underlying the vote recommendations of proxy advisory firms, what measures do you take and, overall, how do you gain assurance that such recommendations are reliable for your voting purposes?

23. Do you view the policy development process and resulting proxy voting guidelines of proxy advisory firms as appropriate and reflective of your governance preferences and views? Would input from issuers further benefit or potentially hinder such process?

**Additional questions for *issuers*:**

24. Overall, what has been your experience with proxy advisory firms? Please be as specific as possible.

25. Do you believe that the concerns identified negatively affect voting outcomes at shareholders' meetings? Please provide specific examples of situations where any of the concerns identified above resulted in what you consider to be an inappropriate vote outcome and describe the nature and extent of the harm caused to market integrity.

26. To what extent do you adopt the corporate governance standards proposed by proxy advisory firms in your choice of corporate governance policies, even if such standards are not appropriate for your organization? Please provide examples of the types of practices that have been changed due to a proxy advisory firm's guidelines and why such changes were not appropriate or did not improve your organization's overall corporate governance.

27. In those instances where you have identified potential inaccuracies in a proxy advisory firm's recommendation, were these material inaccuracies that would have resulted in a change in the proxy advisory firm's vote recommendation? Please provide specific examples of how this situation resulted in an improper vote outcome (i.e., what was the risk to market integrity).

**Additional questions for *proxy advisory firms*:**

28. What are your views with respect to the concerns identified and with any of the possible regulatory approaches to these concerns?

29. In connection with the possible regulatory approaches, do you have concerns about disclosure of confidential or proprietary information? Please explain.

30. What impact could the preferred securities regulatory framework (requirements and disclosure) have on your operations? Please provide details and, where appropriate, propose an alternate approach.

31. In addition to your responses to the questions posed, we also welcome any additional information and data you can provide to inform our continued review and analysis of the issues identified in the Consultation Paper.

**Request for Comment**

The CSA is publishing the Consultation Paper for a 60-day comment period. Please send your comments in writing on or before August 20, 2012. All submissions should refer to "CSA Consultation Paper 25-401". This reference should be included in the subject line if the submission is sent by e-mail. Regardless of whether you are sending your comments by email, you should also send or attach your submissions in an electronic file in Microsoft Word, Windows format.

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

Please address your submission to the following securities regulators:

British Columbia Securities Commission  
Alberta Securities Commission  
Saskatchewan Financial Services Commission  
Manitoba Securities Commission  
Ontario Securities Commission  
Autorité des marchés financiers  
New Brunswick Securities Commission  
Registrar of Securities, Prince Edward Island  
Nova Scotia Securities Commission  
Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador  
Superintendent of Securities, Northwest Territories  
Superintendent of Securities, Yukon  
Superintendent of Securities, Nunavut

Please send your comments **only** to the address below. Your comments will be forwarded to the other CSA member jurisdictions.

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

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](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

All comments will be posted on the AMF website at [www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca) and the websites of the other CSA jurisdictions. We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period.

### Questions

Please refer your questions to any of:

Rosetta Gagliardi  
Senior Policy Advisor  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337 ext. 4462

Administering the Canadian Securities Regulatory System  
Les autorités qui réglementent le marché des valeurs mobilières au Canada

rosetta.gagliardi@lautorite.qc.ca

Naizam Kanji  
Deputy Director, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance  
Ontario Securities Commission  
416-593-8060  
nkanji@osc.gov.on.ca

Stephanie Tjon  
Legal Counsel, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance  
Ontario Securities Commission  
416-593-3655  
stjon@osc.gov.on.ca

Bob Bouchard  
Director  
Manitoba Securities Commission  
204-945-2555  
bob.bouchard@gov.mb.ca

Celeste Evancio  
Legal Counsel  
Alberta Securities Commission  
403-355-3885  
celeste.evancio@asc.ca

June 21, 2012

## APPENDIX A

### Regulatory Initiatives Internationally

#### 1. France

AMF France issued *AMF Recommendation No. 2011-06 of 18 March, 2011 on Proxy Advisory Firms* (the AMF Recommendation). A recommendation is a proposal to adopt behaviour or comply with a provision that, in AMF France's view, would make it easier to achieve the aims of the standards or general principles under its jurisdiction, without denying that other behaviours or provisions may also be consistent with these standards or principles. Recommendations are not mandatory.

The AMF Recommendation “addresses the issues of establishing and implementing voting policies, issuing voting recommendations, communicating with listed companies, and preventing conflicts of interest.”<sup>40</sup> The objective of the AMF Recommendation is to promote transparency and manage conflicts of interest.

##### *Establishing and issuing the voting policy*

AMF France recommends that proxy advisory firms publish their general voting policies on their website. AMF France also recommends that the voting policy be established through a transparent process so that the opinions of investors and other market participants can be taken into consideration.

##### *Issuing vote recommendations*

AMF France recommends that proxy advisory firms define their methodologies to be used by their staff for their analyses and vote recommendations and publish them on their website.

Proxy advisory firms explain, in their reports, the reasons for the vote recommendations in particular with respect to their published general voting policy.

##### *Communicating with the issuers*

AMF France recommends that draft reports be submitted to issuers for review. The issuer would be given at least 24 hours to provide comments. The comments will be included in the report if they are concise and help the investor understand the resolution to be voted on. The final report is sent to issuers at the same time as it is sent to clients.

Proxy advisory firms have to correct any substantive error found in their reports and reported by the issuers.

The policy on communication with issuers would be published on their website.

##### *Preventing conflicts of interest*

AMF France recommends that proxy advisory firms define and post on their websites reasonable and appropriate measures to prevent potential conflicts of interest involving the firm, their executive directors and their analysts. Procedures should be specified for conflicts that arise when other activities are involved, for example, advising issuers, providing voting platform, and proxy solicitation.

---

<sup>40</sup> *AMF Recommendation*, Introduction.

Measures and procedures are included in a code of ethics or a code of conduct. A compliance officer is designated to ensure compliance with such codes.

Proxy advisors would state in their reports any ties that exist with:

- the issuer;
- a client that is submitting items for the agenda of an issuer on which the proxy advisor is preparing a vote recommendation;
- the persons who directly or indirectly control the issuer.

## 2. European Commission

The European Commission published for comment on April 5, 2011 the *Green Paper: The EU corporate governance framework* (Green Paper) aimed at assessing the need for improvement of corporate governance in European listed companies. The Green Paper highlighted the concerns raised by investors and issuers concerning proxy advisory firms and asked the following questions:

- Should EU law require proxy advisors to be more transparent, e.g. about their analytical methods, conflicts of interest and their policy for managing them and/or whether they apply a code of conduct? If so, how can this best be achieved?
- Do you believe that other (legislative) measures are necessary, e.g. restrictions on the ability of proxy advisors to provide consulting services to investee companies?<sup>41</sup>

The European Commission published responses to these questions on November 15, 2011. For the first question, the European Commission summarized the responses as follows:

More than three quarters of respondents who provided an answer to this question agree that EU law should require proxy advisors to be more transparent. Amongst others, respondents mentioned that proxy advisors should be more transparent about the following issues: their methodology for preparing voting advice, voting policies and records, conflicts of interest and the system in place to manage them, whether a code of conduct applies or whether there are internal rules of conduct, applicable procedures for contacting companies when preparing the advice and stewardship policies. A number of respondents believe that in particular the issue of conflicts of interest of proxy advisors should be addressed. Moreover, some respondents are of the view that proxy advisors should be required to register and become supervised entities. It was also mentioned that institutional investors should disclose when they make use of the services of a proxy advisor.<sup>42</sup>

As for the second question, the responses are summarized as follows:

A small majority of respondents who provided an answer to this question believe that other measures are necessary to address conflicts of interest of proxy advisors. A number of respondents suggested that there should be mandatory separation of services to investors and services to companies, while a few respondents mention that it should be disclosed if proxy advisors also provide services to investee companies. Respondents who provided a negative answer to the question said that the issue could be addressed through self-

<sup>41</sup> European Commission, *Green Paper: The EU corporate governance framework*, April 5, 2011, Questions 18 and 19, at page 15.

<sup>42</sup> European Commission, *Feedback Statement: Summary of Responses to the Commission Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*, November 15, 2011, at page 14.

regulation or codes, or were of the opinion that the issue would be resolved if there were sufficient disclosure on conflicts of interest.<sup>43</sup>

In July 2011, the Department for Business, Innovation and Skills in the UK published the *UK Government Response to the European Commission Green Paper: The EU corporate governance framework*. The UK response to the Green Paper included the views of the Financial Services Authority. The UK's responses to questions 18 and 19 of the Green Paper are:

Q 18: We understand that ESMA has recently issued a questionnaire to proxy advisors in order to research a possible discussion paper on the role of proxy advisors. The results of this exercise should be awaited before taking any firm decisions. We note that so far the evidence on whether proxy advisory functions pose risks that require a regulatory response is mixed.

Q 19: Unless there is clear evidence that a regulatory response is necessary and justifiable in cost benefits terms, the UK would favour non-regulatory measures, such as an appropriately worded code of conduct against which proxy advisors make disclosure, to address any problems identified in this area.<sup>44</sup>

### 3. ESMA Discussion Paper

The European Securities and Markets Authority (ESMA) published for comment on March 22, 2012 the Discussion Paper *An Overview of the Proxy Advisory Industry - Considerations on Possible Policy Options* (the ESMA Paper). ESMA did not suggest any formal proposals for policy action related to proxy advisors but rather intends "to gain evidence on the extent to which market failures related to the activities of proxy advisors may exist, the extent to which EU-level intervention might be appropriate, and what ESMA's role might involve."<sup>45</sup>

The ESMA Paper explored the issues that can be seen as factors which potentially influence the accuracy, independence and reliability of the proxy advice given to investors, such as the potential for conflicts of interest. Also considered are the degree of transparency on management of the conflicts of interest, the voting policies and guidelines, dialogue with issuers, vote recommendations and the procedures for elaborating a recommendation report.

ESMA put forth the following policy options that it will consider and on which it seeks input from market participants.<sup>46</sup>

#### 1. No EU-level action at this stage

This option would reflect that there are different markets within the EU, and that overall, the proxy advisory industry in Europe is still developing. Under this option, it would be up to each Member State (or industry) to develop the appropriate standards they consider necessary.

<sup>43</sup> Ibid., at page 15.

<sup>44</sup> Department for Business, Innovation and Skills, *UK Government Response to the European Commission Green Paper: The EU corporate governance framework*, July 2011, at pages 14 and 15.

<sup>45</sup> ESMA, Discussion Paper *An Overview of the Proxy Advisory Industry - Considerations on Possible Policy Options*, March 22, 2012, at page 5.

<sup>46</sup> Ibid., at page 5 and pages 34-38.

## 2. Encouraging Member States and industry to develop standards

Under this option, there may be some form of informal engagement between the European authorities (ESMA, the European Commission), Member States, and/or industry to develop standards that are appropriately tailored for the European markets, either in the form of national codes developed by Member States or by encouraging proxy advisors to develop their own code of conduct.

## 3. Quasi-binding EU-level regulatory instruments

This option would involve developing regulatory instruments, but this would not be in the form of binding legislation. One form would be developing standards on a “comply or explain” basis which would be underpinned by an EU Regulation or Directive. A second possibility would be ESMA guidelines or recommendations.

## 4. Binding EU-level legislative instruments

This would involve the introduction of binding EU legislation. This approach might also include additional measures on authorization or registration and supervision by national competent authorities or ESMA.

## Projets de règlements

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 6°, 8°, 11°, 14° et a. 331.2)

### **Règlement modifiant le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif et ses concordants**

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1, les règlements suivants dont les textes sont publiés ci-dessous, pourront être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 77 jours à compter de leur publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement modifiant le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif.*

Vous trouverez également ci-dessous, le projet de modification au règlement suivant :

- *Règlement modifiant le Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif.*

Vous trouverez également ci-dessous les projets de modification à l'instruction générale suivante :

- *Modification de l'Instruction générale relative au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif.*

## Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **6 septembre 2012**, en s'adressant à :

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télécopieur : (514) 864-6381  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

## Renseignements additionnels

Des renseignements additionnels peuvent être obtenus en s'adressant à :

Hugo Lacroix  
Analyste, Fonds d'investissement  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514-395-0337, poste 4476  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
Courriel : [hugo.lacroix@lautorite.qc.ca](mailto:hugo.lacroix@lautorite.qc.ca)

Chantal Leclerc  
Avocate/Conseillère en réglementation  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514-395-0337, poste 4463  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
Courriel : [chantal.leclerc@lautorite.qc.ca](mailto:chantal.leclerc@lautorite.qc.ca)

**Le 21 juin 2012**

## AVIS DE CONSULTATION

### MISE EN ŒUVRE DE LA PHASE 2 DU RÉGIME D'INFORMATION AU MOMENT DE LA SOUSCRIPTION DE TITRES D'ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

#### PROJET DE RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-101 SUR LE RÉGIME DE PROSPECTUS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

#### PROJET DE MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 81-101 SUR LE RÉGIME DE PROSPECTUS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF (DEUXIÈME PUBLICATION)

### MODIFICATIONS CORRÉLATIVES

Le 21 juin 2012

#### Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour une deuxième période de consultation un projet de *Règlement modifiant le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* (le « Règlement 81-101 »), dont le Formulaire 81-101F3, *Contenu de l'aperçu du fonds* (le « Formulaire 81-101F3 »), de même qu'un projet de modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* (l'« Instruction générale 81-101 »). Le Règlement 81-101, le Formulaire 81-101F3 et l'Instruction générale 81-101 sont collectivement désignés comme les « projets de modification ».

Les ACVM ont publié le 12 août 2011 une première version des projets de modification du Règlement 81-101, du Formulaire 81-101F3, de l'Instruction générale 81-101 et des modifications corrélatives (le « projet de 2011 »). Le projet de 2011 présente la phase 2 de la mise en œuvre par les ACVM du cadre relatif à l'information au moment de la souscription (le « cadre ») qu'elles ont publié en octobre 2008 avec le Conseil canadien des responsables de la réglementation d'assurance en tant que membres du Forum conjoint des autorités de réglementation du marché financier (le « Forum conjoint »)<sup>1</sup>. L'aperçu du fonds est l'élément central du cadre.

La phase 2 prévoit la transmission de l'aperçu du fonds dans les deux jours suivant la souscription. Elle autorise également la transmission de l'aperçu du fonds pour remplir l'obligation de transmission du prospectus prévue par la législation en valeurs mobilières. La transmission du prospectus simplifié ne sera plus exigée, mais les investisseurs pourront toujours le demander.

<sup>1</sup> Le Forum conjoint a pour objectif d'améliorer le système de réglementation des services financiers en permanence au moyen d'une plus grande harmonisation, de la simplification et d'une meilleure coordination des activités de réglementation. Le régime instauré par le cadre fournirait aux investisseurs de l'information plus pertinente sur les organismes de placement collectif et les fonds distincts lorsqu'ils prennent leur décision d'investissement.

Des modifications ont été apportées au projet de 2011 en réponse aux commentaires reçus des intéressés consultés, particulièrement des groupes de défense des investisseurs, et portent principalement sur la présentation des risques dans l'aperçu du fonds. Un exemple d'aperçu du fonds est présenté à l'annexe A du présent avis. L'annexe B fait état des principaux changements apportés au projet de 2011.

Concurremment avec la publication des projets de modification, nous mettrons à l'essai les modifications proposées à l'aperçu du fonds auprès des investisseurs afin de déterminer les changements qu'il faudrait y apporter.

En outre, nous continuerons à évaluer la possibilité d'imposer notre méthode de classification du risque pour ce qui est d'indiquer sur l'échelle prévue dans l'aperçu du fonds le degré de risque d'un placement dans les titres d'un OPC. Nous publierons pour consultation tout projet visant à rendre obligatoire une telle méthode.

Le texte des projets de modification est publié avec le présent avis et peut être consulté sur les sites Web des membres des ACVM, de même que les projets de modifications corrélatives aux textes suivants :

- le *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* (le « Règlement 81-102 »);
- le Formulaire 81-101F1, *Contenu d'un prospectus simplifié*;
- le Formulaire 81-101F2, *Contenu d'une notice annuelle*.

Nous prévoyons que les projets de modification et les modifications corrélatives seront adoptés dans tous les territoires du Canada, sous réserve de l'approbation des ministres compétents. Des modifications législatives pourraient être nécessaires dans certains territoires pour les mettre en œuvre.

## Contexte

Le 16 juin 2010, les ACVM ont publié l'*Avis 81-319 du personnel des ACVM, Le point sur la mise en œuvre du régime d'information au moment de la souscription de titres d'organismes de placement collectif*, qui faisait état de la décision des ACVM de mettre en œuvre le cadre en trois phases.

La phase 1 s'est achevée le 1<sup>er</sup> janvier 2011 avec l'entrée en vigueur de modifications du Règlement 81-101. Publiées le 6 octobre 2010, ces modifications obligent les OPC assujettis au Règlement 81-101 à établir un aperçu du fonds, à le déposer et à l'afficher sur leur site Web ou celui de leur gestionnaire. L'aperçu du fonds doit aussi être transmis aux investisseurs sans frais sur demande.

La phase 2 en cours consiste à apporter au Règlement 81-101 des modifications qui permettent de transmettre l'aperçu du fonds pour satisfaire à l'obligation, en vertu de la législation en valeurs mobilières, de transmettre le prospectus dans les deux jours suivant la souscription de titres d'un OPC.

Dans le cadre de la phase 3, nous lancerons une nouvelle consultation sur des projets qui mettraient en œuvre des obligations de transmission au moment de la souscription des titres d'OPC. Nous nous pencherons alors sur la possibilité d'introduire un document d'information sommaire et l'applicabilité du régime d'information au moment de la souscription ou de l'achat pour d'autres types de fonds d'investissement dont les titres sont offerts au public.

On trouvera de plus amples renseignements contextuels et d'autres publications du Forum conjoint sur la question de l'information au moment de la souscription des titres d'OPC et de fonds distincts sur le site Web du Forum conjoint, à l'adresse [www.jointforum.ca](http://www.jointforum.ca), et sur ceux des membres des ACVM.

### **Objet des projets de modification**

Il apparaît que nombre d'investisseurs n'utilisent pas l'information contenue dans le prospectus simplifié parce qu'ils éprouvent des difficultés à trouver et à comprendre les renseignements dont ils ont besoin. Les recherches sur les préférences des investisseurs en ce qui a trait à l'information sur les OPC, y compris notre propre mise à l'essai de l'aperçu du fonds, indiquent que les investisseurs préfèrent recevoir un résumé concis des renseignements essentiels<sup>2</sup>. Les recherches sur la littéracie financière révèlent aussi des besoins en matière d'information claire et simple.

Les ACVM ont conçu l'aperçu du fonds pour que les investisseurs puissent trouver et utiliser facilement l'information essentielle. Il est rédigé en langage simple, ne dépasse pas deux pages imprimées recto verso et présente les renseignements essentiels pour les investisseurs. La forme retenue donne aux investisseurs des renseignements de base sur l'OPC, suivis d'une explication concise des frais de l'OPC, de la rémunération du courtier et des droits de l'investisseur. Une introduction indique que l'on peut trouver des renseignements plus détaillés sur l'OPC dans le prospectus simplifié.

Les projets de modification marquent une étape importante de la mise en œuvre de cette initiative destinée aux investisseurs. Ces derniers obtiendront de l'information essentielle sur les avantages, risques et frais éventuels d'un investissement dans les titres d'un OPC, dans une forme accessible et au moment opportun pour prendre leur décision d'investissement. Nous estimons par ailleurs que l'utilisation courante de l'aperçu du fonds peut aider les investisseurs dans leurs décisions et dans leurs discussions avec le représentant de leur courtier et les diriger vers davantage de renseignements sur l'OPC.

### **Modifications apportées au projet de 2011**

Nous avons reçu 12 mémoires sur le projet de 2011. On peut les consulter sur le site Web de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, à l'adresse [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca). Il est également possible d'en obtenir copie en s'adressant à l'un des membres des ACVM. La liste des

<sup>2</sup> On trouvera la liste des travaux de recherche, études et autres sources d'information sur lesquels le Forum conjoint s'est appuyé pour élaborer le cadre relatif à l'information au moment de la souscription à l'Annexe 4 du projet de cadre (le « projet de cadre ») publié en juin 2007. On peut consulter le cadre sur le site Web du Forum conjoint et ceux de certains membres des ACVM. Le *Rapport de recherche sur les fiches de renseignements sur les fonds* établi par le Research Strategy Group se trouve à l'Annexe 5 du projet de cadre.

intervenants, un résumé de leurs commentaires ainsi que nos réponses figurent à l'annexe C du présent avis.

Nous avons examiné tous les commentaires reçus. En réponse à ceux-ci, nous proposons un certain nombre de changements à la présentation des risques dans l'aperçu du fonds afin d'étoffer l'information qui s'y trouve actuellement. À titre indicatif, un exemple d'aperçu du fonds est présenté à l'annexe A du présent avis.

Concurremment avec la publication, nous mettrons à l'essai l'aperçu du fonds auprès d'investisseurs afin de déterminer les changements qu'il faudrait y apporter.

### **Résumé des projets de modification**

Un résumé des principaux changements apportés au projet de 2011 figure à l'Annexe B du présent avis. Comme nous l'avons précisé, les principaux changements qui y ont été apportés ont trait au contenu de l'aperçu du fonds, notamment à la présentation des risques.

Dans cette annexe, nous formulons également pour consultation certaines questions précises sur les changements.

### **Autres solutions envisagées**

Les publications antérieures du Forum conjoint exposent brièvement les solutions que nous avons envisagées, comme membres du Forum conjoint, lors de l'élaboration du régime d'information au moment de la souscription des titres d'OPC tel qu'il est prévu par les projets de modification. Ces publications énoncent aussi les avantages et les inconvénients de chaque solution. On peut consulter ces documents sur le site Web du Forum conjoint et de certains membres des ACVM.

### **Coûts et avantages prévus**

Les publications antérieures du Forum conjoint et des ACVM abordaient certains des coûts et avantages prévus de la mise en œuvre du régime d'information au moment de la souscription envisagé dans le cadre. Nous croyons que ces coûts et avantages sont encore d'actualité. Dans l'ensemble, nous estimons toujours que les avantages éventuels des modifications au régime d'information des OPC envisagées par les projets de modification sont proportionnels aux coûts liés à leur mise en œuvre.

On peut consulter ces documents sur le site Web du Forum conjoint et de certains membres des ACVM.

### **Modifications corrélatives**

#### **Modification de texte d'application pancanadienne**

Le projet de modification du Règlement 81-102 est publié avec le présent avis.

### **Modifications de textes d'application locale**

Il pourrait être nécessaire de modifier certains éléments de la législation en valeurs mobilières des territoires concernés parallèlement à la mise en œuvre des projets de modification. Les autorités provinciales et territoriales en valeurs mobilières pourraient publier ces modifications localement. Il pourrait s'agir de modifications réglementaires ou législatives. Si des modifications législatives étaient nécessaires dans un territoire donné, elles seraient apportées à l'initiative du gouvernement provincial ou territorial concerné et publiées par celui-ci.

Les projets de modifications corrélatives de règles ou de règlements ou les obligations en matière de publication d'un territoire donné sont indiqués en annexe à l'avis publié dans le territoire en question.

Dans certains territoires, il est possible que des modifications au champ d'application des projets de modification doivent être effectuées au moyen d'un texte local de mise en œuvre. Le cas échéant, ce texte sera publié séparément.

### **Documents non publiés**

Pour rédiger les projets de modification et les modifications corrélatives, nous n'avons utilisé aucune étude ni aucun document ou rapport important non publié.

### **Consultation**

Nous souhaitons connaître votre avis sur les projets de modification et les modifications corrélatives. Nous avons formulé pour consultation certaines questions précises à l'annexe B du présent avis. Nous invitons également les intéressés à commenter tout autre aspect des projets de modification.

### **Date limite**

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **6 septembre 2012**.

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront publiés sur le site Web de la CVMO, à l'adresse [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

Veillez transmettre vos commentaires par courriel en format Word pour Windows.

### **Transmission des commentaires**

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM suivants :

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Saskatchewan Financial Services Commission  
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Autorité des marchés financiers  
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador  
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest  
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon  
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veillez n'envoyer vos commentaires qu'aux adresses suivantes et ils seront distribués aux autres membres des ACVM.

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

The Secretary  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 20 Queen Street West  
 19th Floor, Box 55  
 Toronto (Ontario) M5H 3S8  
 Téléc. : 416-593-2318  
 Courriel : [comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

### Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser aux membres suivants du personnel des ACVM :

Christopher Birchall  
 Senior Securities Analyst  
 Corporate Finance  
 British Columbia Securities Commission  
 Téléphone : 604-899-6722  
 Courriel : [cbirchall@bcsc.bc.ca](mailto:cbirchall@bcsc.bc.ca)

Bob Bouchard  
 Directeur et chef de l'administration  
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
 Téléphone : 204-945-2555  
 Courriel : [Bob.Bouchard@gov.mb.ca](mailto:Bob.Bouchard@gov.mb.ca)

Rhonda Goldberg  
 Director, Investment Funds Branch  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Téléphone : 416-593-3682  
 Courriel : [rgoldberg@osc.gov.on.ca](mailto:rgoldberg@osc.gov.on.ca)

George Hungerford  
 Senior Legal Counsel, Legal Services, Corporate Finance  
 British Columbia Securities Commission  
 Téléphone : 604-899-6690  
 Courriel : [ghungerford@bcsc.bc.ca](mailto:ghungerford@bcsc.bc.ca)

Ian Kerr  
 Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
 Alberta Securities Commission  
 Téléphone : 403-297-4225  
 Courriel : [Ian.Kerr@asc.ca](mailto:Ian.Kerr@asc.ca)

Hugo Lacroix  
 Analyste, Fonds d'investissement  
 Autorité des marchés financiers  
 Téléphone : 514-395-0337, poste 4476  
 Courriel : [hugo.lacroix@lautorite.qc.ca](mailto:hugo.lacroix@lautorite.qc.ca)

Agnes Lau  
 Senior Advisor - Technical & Projects, Corporate Finance  
 Alberta Securities Commission  
 Téléphone : 403-297-8049  
 Courriel : [Agnes.Lau@asc.ca](mailto:Agnes.Lau@asc.ca)

Chantal Leclerc  
 Avocate/Conseillère en réglementation  
 Autorité des marchés financiers  
 Téléphone : 514-395-0337, poste 4463  
 Courriel : [chantal.leclerc@lautorite.qc.ca](mailto:chantal.leclerc@lautorite.qc.ca)

Irene Lee  
 Legal Counsel, Investment Funds Branch  
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
 Téléphone : 416-593-3668  
 Courriel : [ilee@osc.gov.on.ca](mailto:ilee@osc.gov.on.ca)

Stephen Paglia  
Senior Legal Counsel, Investment Funds Branch  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Téléphone : 416-593-2393  
Courriel : [spaglia@osc.gov.on.ca](mailto:spaglia@osc.gov.on.ca)

Le texte des projets de modification et des modifications corrélatives est publié avec le présent avis et peut être consulté sur les sites Web des membres des ACVM.



Les Fonds XYZ

# APERÇU DU FONDS

## Fonds d'actions canadiennes XYZ – Série B

au 30 juin 20XX  
Code du fonds : XYZ123

Ce document contient des renseignements essentiels sur le Fonds d'actions canadiennes XYZ que vous devriez connaître. Vous trouverez plus de détails dans le prospectus simplifié du fonds. Pour en obtenir un exemplaire, communiquez avec le représentant de votre courtier ou avec Les Fonds XYZ au 1-800-555-5556 ou à l'adresse placement@fondscopy.com, ou visitez le www.fondscopy.com.

### Bref aperçu

Date de création de la série :	31 mars 2000	Gestionnaire du fonds :	Les Fonds XYZ
Date de création du fonds :	1 <sup>er</sup> janvier 1996	Gestionnaire de portefeuille :	Gestion de capitaux ltée
Valeur totale de la série au 1 <sup>er</sup> juin 20XX :	350 millions de dollars	Distributions :	Annuelles, le 15 décembre
Valeur totale du fonds au 1 <sup>er</sup> juin 20XX :	1 milliard de dollars	Placement minimal :	500 \$ (initial), 50 \$ (additionnel)
Ratio des frais de gestion (RFG) :	2,25 %		

### Dans quoi le fonds investit-il?

Le fonds investit dans des entreprises canadiennes de toutes les tailles et de tous les secteurs. Les graphiques ci-dessous donnent un aperçu des placements du fonds au 1<sup>er</sup> juin 20XX. Ces placements changeront au fil du temps.

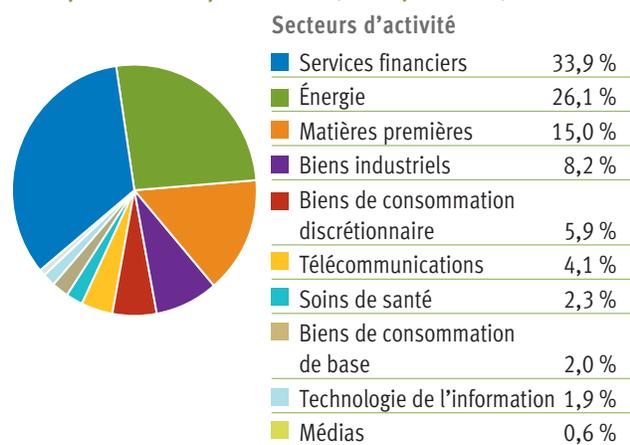
#### Dix principaux placements (au 1<sup>er</sup> juin 20XX)

1. Banque Royale du Canada	7,5 %
2. Banque Toronto-Dominion	7,1 %
3. Canadian Natural Resources	5,8 %
4. La Banque de Nouvelle-Écosse	4,1 %
5. Énergie Cenovus Inc.	3,7 %
6. Suncor Énergie Inc.	3,2 %
7. Enbridge Inc.	3,1 %
8. Banque Canadienne Impériale de Commerce	2,9 %
9. Financière Manuvie	2,7 %
10. Compagnie des chemins de fer nationaux du Canada	1,9 %

Les 10 principaux placements représentent 42 % du fonds.

Nombre total de placements : 93

#### Répartition des placements (au 1<sup>er</sup> juin 20XX)



### ! Quels sont les risques associés à ce fonds?

Tous les placements comportent des risques. Comprendre ces risques peut vous aider à choisir le bon fonds pour vous.

**Risque de placement.** Lorsque vous investissez dans un fonds, la valeur de votre placement peut augmenter ou diminuer. Dans certains cas, les fluctuations de valeur peuvent être grandes et se produire rapidement.

Les Fonds XYZ doivent évaluer le degré de risque de leurs fonds. L'échelle classe les degrés de risque de faible à élevé, selon les placements du fonds et le degré de risque et de rendement attendus. En général, plus le degré est faible, plus les risques, les rendements et les probabilités de perte le sont aussi. Inversement, plus le degré est élevé, plus les risques, les rendements et les probabilités de perte le sont aussi.



**Le degré de risque indiqué n'est pas fixe et peut changer avec le temps. Un degré de risque faible ne signifie pas qu'il n'y a aucun risque. Le fonds dont le degré de risque est faible sur l'échelle peut quand même subir des pertes.**

**Autres risques particuliers.** Pour mieux comprendre les risques, vous pourriez aussi vouloir prendre en considération les risques particuliers à ce fonds et leurs effets possibles sur sa valeur. Les Fonds XYZ relèvent les risques suivants comme principaux facteurs de risque du fonds :

- le risque de gestion active
- le risque sur actions
- le risque de spécialisation

Pour la liste complète et une description détaillée des facteurs de risque, consultez la rubrique Risques du prospectus simplifié du fonds.

### Quel a été le rendement du fonds?

Ce graphique montre :

- le rendement annuel du fonds au cours des 10 dernières années
- une comparaison du rendement du fonds avec celui d'un certificat de placement garanti (CPG) de un an. Les données du CPG proviennent de la Banque du Canada.



#### Notes :

- Le graphique ne vous indique pas quel sera le rendement futur du fonds ou du CPG.
- Comme le fonds détient des placements plus risqués qu'un CPG, il pourrait avoir un rendement plus élevé certaines années et négatif d'autres années.
- Les frais du fonds ont été déduits du rendement exprimé.
- Le rendement réel après impôt dépendra de votre situation fiscale personnelle.

#### Ce que vous devriez savoir :

##### a) Pire rendement

La valeur du fonds a diminué pendant trois des 10 dernières années.

Depuis sa création, le pire rendement trimestriel (3 mois) du fonds a été une baisse de valeur de 24,7 % durant la période de 3 mois terminée le 30 novembre 2008. Si vous aviez investi 1 000 \$ dans le fonds au début de cette période, votre placement aurait chuté à 753 \$ après 3 mois.

##### b) Rendement moyen

Au cours des 10 dernières années, le fonds a généré un rendement annuel composé de 6,8 %, ce qui signifie que si vous aviez investi 1 000 \$ dans le fonds il y a 10 ans, votre placement vaudrait aujourd'hui 1 930 \$.

En comparaison, le rendement annuel composé d'un CPG sur la même période a été de 1,6 %. Si vous aviez investi 1 000 \$ dans un CPG de un an il y a 10 ans et que vous aviez réinvesti le montant reçu à l'échéance d'une année à l'autre, vous auriez aujourd'hui 1 172 \$.

### Y a-t-il des garanties?

Comme la plupart des OPC, ce fonds n'offre aucune garantie. Vous pourriez ne pas récupérer le montant investi.

### À qui le fonds est-il destiné?

#### Aux investisseurs qui :

- recherchent un placement à long terme;
- désirent investir dans un large éventail d'entreprises canadiennes;
- peuvent supporter les hauts et les bas du marché boursier.

**!** N'investissez pas dans ce fonds si vous avez besoin d'une source de revenu régulier.

**Avant d'investir dans un fonds, vous devriez évaluer s'il cadre avec vos autres investissements et respecte votre tolérance au risque.**

### Un mot sur la fiscalité

En général, vous devez payer de l'impôt sur l'argent que vous rapporte un fonds. Le montant à payer varie en fonction des lois fiscales de votre lieu de résidence et selon que vous détenez ou non le fonds dans un régime enregistré, comme un régime enregistré d'épargne-retraite ou un compte d'épargne libre d'impôt.

Rappelez-vous que si vous détenez votre fonds dans un compte non enregistré, les distributions du fonds s'ajoutent à votre revenu imposable, qu'elles soient versées en argent ou réinvesties.

## Combien cela coûte-t-il?

Les tableaux qui suivent présentent les frais que vous pourriez avoir à payer pour acheter, posséder et vendre des parts de série B du fonds. Les frais sont différents pour chaque série. Informez-vous sur les autres séries qui pourraient vous convenir.

### 1. Frais d'acquisition

Lorsque vous achetez des parts du fonds, vous devez choisir le moment où les frais d'acquisition seront payés. Informez-vous sur les avantages et les inconvénients de chaque option.

Option de frais d'acquisition	Ce que vous payez		Comment ça fonctionne
	En pourcentage (%)	En dollars (\$)	
<b>Frais d'acquisition initiaux</b>	De 0 % à 4 % du montant investi	De 0 \$ à 40 \$ sur chaque tranche de 1 000 \$ investie	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vous choisissez le taux avec le représentant de votre courtier.</li> <li>Les frais d'acquisition initiaux sont déduits du montant acheté et sont remis à votre courtier à titre de commission</li> </ul>
<b>Frais d'acquisition reportés</b>	<b>Si vous vendez :</b> moins de 1 an après l'achat 6,0 % moins de 2 ans après l'achat 5,0 % moins de 3 ans après l'achat 4,0 % moins de 4 ans après l'achat 3,0 % moins de 5 ans après l'achat 2,0 % moins de 6 ans après l'achat 1,0 % 6 ans ou plus après l'achat 0,0%	De 0 \$ à 60 \$ sur chaque tranche de 1 000 \$ vendue	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les frais d'acquisition reportés sont à taux fixe. Ils sont déduits du montant vendu.</li> <li>Lorsque vous investissez dans le fonds, Les Fonds XYZ versent à votre courtier une commission de 4,9 %. Les frais d'acquisition reportés que vous payez sont remis aux Fonds XYZ.</li> <li>Vous pouvez vendre jusqu'à 10 % de vos parts chaque année sans frais d'acquisition reportés.</li> <li>Vous pouvez échanger vos parts contre des parts de série B d'un autre fonds des Fonds XYZ n'importe quand sans frais d'acquisition reportés. Le calendrier des frais d'acquisition reportés est établi selon la date où vous investissez dans le premier fonds.</li> </ul>

### 2. Frais du fonds

Vous ne payez pas ces frais directement. Ils ont cependant des conséquences pour vous, car ils réduisent le rendement du fonds. Au 31 mars 20XX, les frais du fonds s'élevaient à 2,30 % de sa valeur, ce qui correspond à 23 \$ sur chaque tranche de 1 000 \$ investie.

#### Taux annuel (en % de la valeur du fonds)

#### Ratio des frais de gestion (RFG)

Il s'agit du total des frais de gestion et des frais d'exploitation du fonds.

Les Fonds XYZ ont renoncé à certains frais. Dans le cas contraire, le RFG aurait été plus élevé. 2,25 %

#### Ratio des frais d'opérations (RFO)

Il s'agit des frais de transactions du fonds.

0,05 %

#### Frais du fonds

2,30 %

#### Commission de suivi

Les Fonds XYZ versent à votre courtier une commission de suivi tant que vous possédez des parts du fonds. La commission de suivi est payée avec les frais de gestion. Elle couvre les services et les conseils que votre courtier vous fournit. Le taux dépend de l'option de frais d'acquisition que vous choisissez :

- **Frais d'acquisition initiaux** – jusqu'à 1,0 % de la valeur de votre placement annuellement, ce qui correspond à 10 \$ pour chaque tranche de 1 000 \$ investie.
- **Frais d'acquisition reportés** – jusqu'à 0,50 % de la valeur de votre placement annuellement, ce qui correspond à 5 \$ pour chaque tranche de 1 000 \$ investie.

Le versement de ces commissions de suivi peut entraîner un conflit d'intérêts en incitant le courtier ou ses représentants à recommander le fonds plutôt qu'un autre placement. Pour plus de renseignements, communiquez avec le représentant de votre courtier.

## Combien cela coûte-t-il? suite

### 3. Autres frais

Il se pourrait que vous ayez à payer d'autres frais lorsque vous achèterez, conserverez, vendrez ou échangerez des parts du fonds.

Frais	Ce que vous payez
Frais de négociation à court terme	1 % de la valeur des parts que vous vendez ou échangez dans les 90 jours de leur achat. Ces frais sont remis au fonds.
Frais d'échange	Votre courtier peut demander jusqu'à 2 % de la valeur des parts que vous échangez contre des parts d'un autre fonds des Fonds XYZ.
Frais de changement	Votre courtier peut demander jusqu'à 2 % de la valeur des parts que vous échangez contre des parts d'une autre série du fonds.

### Et si je change d'idée?

En vertu des lois sur les valeurs mobilières de certaines provinces et certains territoires, vous avez le droit :

- de résoudre un contrat de souscription de parts d'un fonds dans les deux jours ouvrables suivant la réception de l'aperçu du fonds;
- d'annuler votre souscription dans les 48 heures suivant la réception de sa confirmation.

Dans certaines provinces et certains territoires, vous avez également le droit de demander la nullité d'une souscription ou de poursuivre en dommages-intérêts si le prospectus simplifié, la notice annuelle, l'aperçu du fonds ou les états financiers contiennent de l'information fautive ou trompeuse. Vous devez agir dans les délais prescrits par la loi sur les valeurs mobilières de votre province ou territoire.

Pour de plus amples renseignements, reportez-vous à la loi sur les valeurs mobilières de votre province ou territoire, ou consultez un avocat.

### Renseignements

Pour obtenir un exemplaire du prospectus simplifié et d'autres documents d'information du fonds, communiquez avec Les Fonds XYZ ou avec le représentant de votre courtier. Ces documents et l'aperçu du fonds constituent les documents légaux du fonds.

Les Fonds XYZ  
23, rue Répartition d'actif  
Montréal (Québec)  
H1A 2B3

Téléphone : 514-555-5555  
Sans frais : 1-800-555-5556  
Courriel : [placement@fondsxzy.com](mailto:placement@fondsxzy.com)  
[www.fondsxzy.com](http://www.fondsxzy.com)

Pour en apprendre davantage sur les placements dans les OPC, consultez la brochure intitulée **Comprendre les organismes de placement collectif**, accessible sur le site Web des Autorités canadiennes en valeurs mobilières à l'adresse [www.autorites-valeurs-mobilieres.ca](http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca).

<sup>MD</sup> Marque déposée des Fonds XYZ.

## Annexe B

### Résumé des changements apportés au projet de 2011 et questions en vue de la consultation

La présente annexe décrit les principaux changements que nous avons apportés au projet de 2011 et présente, dans les encadrés, des questions soumises à consultation sur des changements précis. La majorité des changements apportés découlent de commentaires formulés par des groupes de défense des investisseurs relativement à la présentation des risques dans l'aperçu du fonds.

#### Aperçu du fonds

##### Contenu

Nous avons revu le contenu de l'aperçu du fonds sur plusieurs points. Les changements découlent de commentaires formulés par des groupes de défense des investisseurs réclamant davantage de détails et de clarté concernant l'information à fournir, particulièrement sur la présentation des risques et du rendement. Les changements comprennent les suivants :

- Nous permettons que tous les codes d'identification de la catégorie ou série de l'OPC qui sont reconnus et accessibles au public figurent dans le haut de la première page.
- Nous avons amélioré la rubrique intitulée « Bref aperçu » en ajoutant l'historique et la taille relative de la catégorie ou de la série de titres de l'OPC. Par exemple, nous avons créé des cases distinctes pour la « Date de création du fonds » et la « Date de création de la catégorie/série ».
- Nous avons ajouté le pourcentage que représente chaque position faisant partie des « Dix principaux placements » afin de donner une meilleure idée du risque de concentration auquel le fonds s'expose pour un placement en particulier.
- Nous avons renforcé la mise en garde portant sur les risques liés à un placement dans les OPC.
- Nous avons ajouté une explication sur l'échelle des risques et le lien entre les risques et les pertes (c'est-à-dire, des rendements élevés sont généralement associés à des probabilités de perte plus élevées).

**Question soumise à la consultation :**

1. L'explication proposée au-dessus de l'échelle des risques suppose que les gestionnaires d'OPC utilisent des méthodes de classification du risque fondées sur des mesures de volatilité du marché, comme l'écart-type.

Nous souhaitons savoir si le texte proposé aidera les investisseurs à comprendre la façon d'interpréter l'échelle des risques figurant dans l'aperçu du fonds, et si l'explication rejoint les méthodes de classification du risque adoptées par les gestionnaires d'OPC.

- Nous avons ajouté l'obligation d'inclure une liste d'au plus quatre des principaux risques associés à l'OPC, tout en continuant à inviter les investisseurs à consulter le prospectus simplifié pour obtenir une description détaillée des facteurs de risque associés à l'OPC.

**Question soumise à la consultation :**

2. L'obligation proposée d'énumérer, sous le titre « Quels sont les risques associés à ce fonds », les principaux risques associés à l'OPC vise à attirer l'attention des investisseurs sur certains des risques pouvant avoir une incidence sur le rendement de l'OPC. Afin d'éviter les longues formules toutes faites, nous proposons de limiter l'énumération à quatre des principaux facteurs de risque relevés par le gestionnaire de l'OPC, et de ne pas permettre de description narrative de ces risques.

Nous souhaitons savoir si l'inclusion des principaux risques associés à l'OPC aidera les investisseurs à mieux comprendre les risques d'un placement dans celui-ci. S'il était permis d'inclure une description narrative de chaque facteur de risque, nous aimerions avoir des suggestions sur la façon dont nous pourrions nous assurer que ces descriptions donnent aux investisseurs de l'information pertinente tout en demeurant courtes et rédigées en langage simple.

- Nous avons ajouté une comparaison du rendement de l'OPC à celui d'un placement moins risqué, comme un certificat de placement garanti (CPG) de un an.

**Question soumise à la consultation :**

3. Nous proposons de comparer le rendement de l'OPC à un indicateur de référence, soit un CPG de un an, en vue d'aider les investisseurs à évaluer le rendement de l'OPC en regard des risques qui y sont associés. Cette comparaison vise à faire ressortir les risques d'un placement dans l'OPC en montrant que celui-ci peut générer un rendement plus élevé qu'un CPG certaines années, mais que son rendement variera généralement d'une année à l'autre, et qu'il pourra parfois être négatif.

Nous aimerions savoir s'il existe d'autres indicateurs de référence pertinents pour illustrer cette comparaison.

- À la rubrique sur le rendement, nous avons introduit un nouvel élément, soit le pire rendement sur trois mois, afin de mieux informer les investisseurs concernant les possibilités de pertes sur un placement dans l'OPC.
- Nous avons ajouté l'obligation d'indiquer si des commissions de suivi sont versées. Nous avons aussi ajouté de l'information sur les conflits d'intérêts que le versement de commissions de suivi pourrait entraîner.
- Nous avons accordé plus de latitude dans l'inclusion d'information sur les changements importants et les projets de changement fondamental, comme les projets de fusion.
- Afin de favoriser le respect des obligations d'information, nous avons prolongé de 30 à 45 jours le délai accordé pour inclure certains renseignements dans l'aperçu du fonds.
- Nous avons ajouté un renvoi à la brochure intitulée « Comprendre les organismes de placement collectif » accessible sur le site Web des Autorités canadiennes en valeurs mobilières à l'adresse [www.autorites-valeurs-mobilieres.ca](http://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca).

### **Combinaison de documents**

En réponse aux commentaires reçus, nous avons apporté de nombreuses modifications, notamment les suivantes :

- Nous avons revu la liste des documents qui peuvent être attachés à l'aperçu du fonds ou relié avec celui-ci afin d'y inclure une page de titre, les demandes d'ouverture de compte et les documents de régime fiscal enregistré. Nous avons aussi actualisé l'ordre des documents qui sont attachés à l'aperçu du fonds ou reliés avec celui-ci.
- Nous avons remplacé l'expression « confirmation de souscription » par l'expression « avis d'exécution qui confirme la souscription » pour mieux refléter les pratiques qui ont cours dans le secteur.
- Nous avons supprimé la liste des documents qui peuvent être attachés au prospectus simplifié ou relié avec celui-ci (paragraphe 3 de l'article 5.1 du Règlement 81-101).

### **Date d'entrée en vigueur**

- Nous avons ajouté une période de transition de six mois à partir de la date d'entrée en vigueur du règlement.

#### **Question soumise à la consultation :**

4. Pour faciliter la mise en œuvre de la phase 2 dans un délai raisonnable, nous accordons une période de transition de six mois afin de permettre la mise en place de systèmes qui serviront à transmettre l'aperçu du fonds. Cette période permettra également d'apporter les changements nécessaires à l'exemple d'aperçu du fonds.

Nous nous attendons à ce que l'élaboration des systèmes devant servir à transmettre l'aperçu du fonds s'amorce dès maintenant.

Nous envisageons également d'exiger la modification de l'aperçu du fonds afin d'y inclure les changements proposés avant l'expiration de la période de transition. Nous pourrions également permettre aux OPC existants de modifier leur aperçu du fonds aussitôt qu'une modification leur est apportée ou qu'ils déposent leur projet de prospectus.

Nous souhaitons recueillir des commentaires sur le mode de mise en œuvre proposé.

## Annexe C

**RÉSUMÉ DES COMMENTAIRES DU PUBLIC SUR  
LA MISE EN ŒUVRE DE LA PHASE 2 DU RÉGIME D'INFORMATION AU MOMENT DE LA SOUSCRIPTION DE TITRES  
D'ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

Table des matières	
PARTIE	TITRE
Partie 1	Contexte
Partie 2	Commentaires sur les modifications de la phase 2
Partie 3	Commentaires sur l'aperçu du fonds
Partie 4	Autres commentaires
Partie 5	Liste des intervenants

**Partie 1 – Contexte****Résumé des commentaires**

Le 12 août 2011, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont publié l'avis de consultation intitulé *Mise en œuvre de la phase 2 du régime d'information au moment de la souscription de titres d'OPC*, qui proposait des modifications au *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* (le « Règlement 81-101 »), au Formulaire 81-101F3 (le « Formulaire »), à l'*Instruction générale relative au Règlement 81-101* (l'« Instruction générale 81-101 ») et au *Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif* (le « Règlement 81-102 ») (collectivement, les « modifications de la phase 2 »). La période de consultation a pris fin le 10 novembre 2011. Nous avons reçu les commentaires de 12 intervenants, dont la liste est donnée à la partie 5 du présent document.

Nous remercions tous ceux qui ont pris le temps de rédiger et de présenter des mémoires. Le présent document contient un résumé des commentaires et les réponses des ACVM.

**Partie 2 – Commentaires sur les modifications de la phase 2**

<u>Question</u>	<u>Commentaires</u>	<u>Réponses</u>
<i>Commentaires sur la transmission de l'aperçu du fonds au lieu du prospectus</i>	<i>Appui à la transmission de l'aperçu du fonds au lieu du prospectus simplifié</i>	

<i>simplifié</i>	<p>Des groupes de défense des investisseurs et des intervenants du secteur ont exprimé leur appui aux modifications de la phase 2 et au projet de régime d'information au moment de la souscription, pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'aperçu du fonds est plus facile à comprendre pour les investisseurs que le prospectus simplifié, car il est simple et renferme de l'information clé qui les aide à prendre des décisions d'investissement éclairées;</li> <li>• l'aperçu du fonds sera fourni en temps opportun et sous une forme accessible;</li> <li>• l'aperçu du fonds aide les investisseurs à comparer les organismes de placement collectif (OPC).</li> </ul> <p>Toutefois, des groupes de défense des investisseurs sont d'avis que l'aperçu du fonds doit être peaufiné, notamment en ce qui a trait à la présentation des risques et des coûts, avant d'être transmis au lieu du prospectus simplifié.</p> <p><b><i>Opposition à la transmission de l'aperçu du fonds au lieu du prospectus simplifié</i></b></p> <p>Nous avons reçu des commentaires selon lesquels l'aperçu du fonds ne peut remplacer le prospectus simplifié ou d'autres documents d'information qui fournissent des renseignements précieux sur les fonds d'investissement et qu'il ne corrige pas l'asymétrie d'information qui oppose le secteur et les investisseurs.</p> <p>Selon un intervenant défendant les intérêts des investisseurs, la suppression de l'obligation de transmettre un prospectus simplifié est un changement fondamental de</p>	<p>Nous remercions les intervenants de nous avoir fait part de leurs commentaires.</p> <p>Les ACVM demeurent convaincues de l'à-propos de la transmission de l'aperçu du fonds. Nous sommes d'avis que l'information contenue dans l'aperçu du fonds permet aux investisseurs de prendre des décisions d'investissement plus éclairées, puisqu'elle présente des renseignements clés sur les OPC dans un langage facile à comprendre et à un moment pertinent pour leur décision d'investissement.</p> <p>Toutefois, en réaction aux commentaires des intervenants représentant les investisseurs, nous proposons d'apporter un certain nombre de modifications à l'information à fournir</p>
------------------	---	---

politique, particulièrement du fait l'aperçu du fonds n'est pas assujéti à l'obligation, prévue dans la législation en valeurs mobilières, de révéler de façon complète, véridique et claire tout fait important.

sur les risques et sur le rendement dans l'aperçu du fonds. On trouvera de plus amples renseignements dans les réponses figurant sous les rubriques « Quel a été le rendement du fonds? » et « Combien cela coûte-t-il? ».

Le prospectus simplifié demeure pour nous un document d'information important, mais nous sommes conscients que les investisseurs ne le lisent pas. Les recherches sur les préférences des investisseurs en ce qui a trait à l'information sur les OPC, y compris notre propre mise à l'essai de l'aperçu du fonds, indiquent que les investisseurs préfèrent recevoir un résumé concis des renseignements essentiels. Les ACVM ont conçu l'aperçu du fonds pour que les investisseurs puissent trouver et utiliser facilement l'information essentielle.

On trouvera de plus amples renseignements sur nos travaux dans le *Rapport de recherche sur les fiches de renseignements sur les fonds* du Research Strategy Group, reproduit à l'annexe 5 du Cadre proposé 81-406 *Information au moment de la souscription de titres d'OPC et de fonds distincts*, qui a été publié par le Forum conjoint le 15 juin 2007 (le cadre initial) et peut être consulté sur le site Web de la CVMO.

Nous précisons que les investisseurs peuvent encore obtenir sans frais le prospectus simplifié sur demande et sur SEDAR.

**Combinaison de documents (article 5.1.1 du Règlement 81-101)**

**Possibilité de combiner l'aperçu du fonds à d'autres documents**

Plusieurs intervenants du secteur estiment que les dispositions concernant la combinaison de documents sont trop restrictives et avancent que plus de souplesse est essentielle pour générer des efficiences en ce qui a trait à la communication de documents aux investisseurs dans un langage accessible.

Un de ces intervenants souhaite qu'il soit possible pour le courtier de relier l'aperçu du fonds souscrit avec les aperçus d'autres fonds dans lesquels il aimerait que son client investisse dans un avenir relativement proche.

À l'opposé, un groupe de défense des investisseurs fait valoir que les restrictions en matière de combinaison de documents sont trop permissives. L'intervenant doute qu'il soit opportun de transmettre des documents promotionnels et non pédagogiques avec des documents d'information exigés par la loi. Selon cet intervenant, placer ces documents dans des chemises distinctes ou les attacher au moyen d'une agrafe ou d'un trombone ne change peut-être pas grand-chose dans la façon dont les investisseurs utilisent l'information pour prendre des décisions d'investissement.

**Inclusion des avis d'exécution à l'article 5.1.1**

Quelques intervenants du secteur souhaitent que les avis d'exécution (confirmations de souscription *et* de vente) soient inclus au sous-paragraphe 1 du paragraphe 1 de l'article 5.1.1 pour les motifs suivants :

- les confirmations de vente, de souscription et

Les ACVM demeurent en faveur de la restriction du nombre de documents qui peuvent être attachés à l'aperçu du fonds ou reliés avec celui-ci. Nous entendons toujours assurer aux investisseurs de l'information essentielle dans une forme accessible. Le fait de permettre d'attacher ou de relier des documents superflus nuirait à cet objectif. Toutefois, en réaction aux commentaires, il sera permis de relier l'aperçu du fonds avec les documents ayant trait aux demandes d'ouverture de compte et aux régimes fiscaux enregistrés.

Nous avons modifié les obligations afin d'inclure les avis d'exécution. Si un avis d'exécution est attaché à l'aperçu du fonds ou relié avec celui-ci, tout document d'information requis qui concerne une opération incluse dans l'avis d'exécution peut également être attaché à l'aperçu du fonds

d'échange sont actuellement regroupées et imprimées sur une même feuille et jointes aux documents justificatifs requis; relier ces confirmations avec l'aperçu du fonds s'inscrira donc dans la logique de la pratique actuelle;

- le refus d'assouplir les dispositions concernant la combinaison de documents aura des conséquences importantes sur les courtiers qui transmettent des avis d'exécution sous forme de relevés et ceux qui regroupent les avis d'exécution;
- les restrictions en matière de combinaison de documents causeront des désagréments aux investisseurs, car des documents distincts leur seront transmis pour chacune des opérations exécutées au cours d'une même journée.

Un autre intervenant recommande de supprimer le paragraphe 3 de l'article 5.1 du Règlement 81-101 et d'assouplir le projet d'article 5.1.1 du Règlement 81-101. Selon lui, le recoupement actuel entre le paragraphe 3 de l'article 5.1 et l'article 5.1.1 projeté crée de la confusion, car l'aperçu du fonds est un document intégré par renvoi dans le prospectus simplifié.

#### ***Ordre des documents reliés***

Un intervenant veut savoir si, selon le paragraphe 2 de l'article 5.1.1, lorsque seule une confirmation est attachée à l'aperçu du fonds ou reliée avec celui-ci, l'aperçu du fonds peut être précédé uniquement de la confirmation ou s'il doit être précédé *également* de la page de titre *et* de la table des matières.

ou relié avec celui-ci. Nous nous attendons à ce que seules les opérations exécutées au cours d'une même journée soient regroupées et à ce que cela diminue le nombre d'envois postaux.

Par souci de clarté, nous proposons de supprimer la liste de documents figurant au paragraphe 3 de l'article 5.1, car nous souhaitons que la transmission de l'aperçu du fonds remplisse l'obligation de transmission du prospectus actuellement prévue par la législation en valeurs mobilières.

Si un autre document est attaché à l'aperçu du fonds ou relié avec celui-ci, nous sommes d'avis qu'une table des matières doit être attachée aux documents ainsi regroupés. Aucune page ne peut être insérée avant l'aperçu du fonds, à l'exception de la table des matières et de l'avis d'exécution.

	<p><b><i>Transmission de matériel non pédagogique</i></b></p> <p>Quelques intervenants du secteur demandent des précisions au sujet du matériel pédagogique et non pédagogique qui peut être transmis avec l'aperçu du fonds, mais sans être attaché à celui-ci ou relié avec celui-ci. L'article 5.1.1 du Règlement 81-101 impose des restrictions quant aux documents qui peuvent être attachés à l'aperçu du fonds ou reliés avec celui-ci. Toutefois, l'article 7.4 de l'Instruction générale 81-101 indique qu'il n'existe aucune restriction concernant la transmission de matériel non pédagogique avec le prospectus simplifié ou la notice annuelle, tant que ce matériel n'est pas inclus dans ces documents, n'y est pas attaché ou n'est pas relié avec ceux-ci. Par conséquent, les intervenants recommandent de traiter de la transmission de matériel pédagogique dans l'article 7.4 de l'Instruction générale 81-101, sans quoi, on laisse supposer qu'ils ne peuvent plus être transmis avec l'aperçu du fonds ou le prospectif simplifié aux termes du nouvel article 5.1.1 du Règlement 81-101.</p> <p><b><i>Intégration de la dispense relative à la combinaison de parties du prospectus simplifié</i></b></p> <p>Un intervenant suggère de modifier l'article 5.1.1 du Règlement 81-101 afin d'y inscrire la dispense existante permettant à un fournisseur de services d'extraire la section Partie A et les sections Partie B applicables d'un prospectus simplifié.</p>	<p>Par souci de clarté, nous avons modifié l'article 7.4 de l'Instruction générale 81-101 afin d'indiquer qu'il n'est pas dans l'intention des ACVM que du matériel pédagogique et non pédagogique soit attaché à l'aperçu du fonds ou relié avec celui-ci.</p> <p>Étant donné que la dispense relative à la combinaison de documents comporte une disposition d'extinction, les ACVM s'attendent à ce qu'elle expire au moment de la mise en œuvre des modifications de la phase 2, soit lorsque l'aperçu du fonds sera transmis au lieu du prospectus simplifié.</p>
<b>Période de transition</b>	Plusieurs intervenants du secteur demandent une période de transition de 12 à 18 mois pour la mise en œuvre des modifications de la phase 2.	Nous n'envisageons pas de longue période de transition pour la phase 2. Puisque les Avis 81-319 et 81-321 du personnel des ACVM et les modifications proposées à la phase 2 ont été publiés en août 2011 et que des dispenses

		permettant l'utilisation anticipée de l'aperçu du fonds ont été accordées à plus de 45 gestionnaires d'OPC, les ACVM estiment qu'une longue période de transition n'est pas nécessaire.
<b>Modifications législatives</b>	<p>Quelques intervenants demandent l'inscription dans la loi d'un droit de résolution uniforme afin d'éliminer l'ambiguïté associée aux droits existants. Pour plus d'efficacité, la modification des droits légaux devrait se faire concurremment avec les modifications qui doivent être apportées à la législation pour permettre la transmission de l'aperçu du fonds au lieu du prospectus simplifié.</p> <p>Un intervenant souhaite obtenir des précisions concernant le fonctionnement des obligations de transmission incluses dans les modifications de la phase 2 et des droits de résolution. Étant donné que les investisseurs ne recevront pas le prospectus simplifié, il demande comment l'action en dommages-intérêts en cas d'information fautive ou trompeuse s'appliquera si l'aperçu du fonds est transmis au lieu du prospectus simplifié. Il demande par ailleurs comment les investisseurs seront informés de ce changement.</p>	<p>Comme nous l'avons souligné dans des réponses à des commentaires antérieurs, les ACVM ont décidé de ne pas établir de droit de résolution uniforme pour le moment. Nous pourrions examiner plus attentivement cette question au fil de la mise en œuvre du régime d'information au moment de la souscription.</p> <p>Les droits de résolution prendront effet au moment de la transmission de l'aperçu du fonds. Nous avons modifié la rubrique « Information sur les droits » de l'aperçu du fonds afin d'informer les investisseurs de ce changement. Les droits de résolution demeurent inchangés et peuvent être invoqués dès la réception d'un avis d'exécution ou en raison de la non-transmission de l'aperçu du fonds, ainsi que le prévoit la législation en valeurs mobilières de chacun des territoires membres des ACVM, dans sa version modifiée.</p>
<b>Partie 3 – Commentaires sur l'aperçu du fonds</b>		
<b><u>Question</u></b>	<b><u>Commentaires</u></b>	<b><u>Réponses</u></b>
<b><i>Améliorer la clarté et la cohérence de l'aperçu du fonds</i></b>	Un groupe de défense des investisseurs observe que l'aperçu du fonds est vague en ce qui a trait à des éléments cruciaux comme la présentation des coûts et les droits des investisseurs, ce qui va à l'encontre de l'objectif d'aider les investisseurs à comprendre la valeur, les risques et le rendement des produits d'investissement gérés.	À la lumière de ces commentaires, nous avons apporté des précisions à certaines rubriques de l'aperçu du fonds. Nous pourrions apporter d'autres précisions à l'aperçu du fonds au fil de la mise en œuvre du régime d'information au moment de la souscription. On trouvera de plus amples renseignements dans les réponses figurant sous les rubriques « Dans quoi le fonds investit-il? » et « Combien cela coûte-t-il? ».

	Un autre groupe de défense des investisseurs demande que les termes utilisés dans le <i>Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription</i> (le « <b>Règlement 31-103</b> ») soient utilisés dans l'aperçu du fonds. Il demande par exemple de remplacer le terme « conseiller » par le terme « représentant ».	Par souci de conformité avec le Règlement 31-103, nous avons remplacé le terme « conseiller » par le terme « représentant de courtier ».
<b>Mise en garde</b>	Comme d'autres intervenants avant lui, un intervenant demande qu'une mise en garde plus formelle soit donnée au début de l'aperçu du fonds afin de souligner l'importance de consulter le prospectus simplifié.	Pour le moment, les ACVM ne proposent aucune autre modification à l'introduction de l'aperçu du fonds. Il convient de remarquer que la rubrique « Autres renseignements » de l'aperçu du fonds renvoie déjà au prospectus simplifié, de même que la rubrique concernant les risques.
<b>Directives générales</b>	On nous a demandé de préciser la directive 16 du Formulaire, qui prévoit que chaque aperçu du fonds doit commencer sur une nouvelle page.	Nous nous attendons à ce que chaque aperçu du fonds commence sur une nouvelle feuille, et nous avons apporté des précisions en ce sens à la directive 16.
<b>Bref aperçu</b>	Un intervenant demande que la rubrique « Bref aperçu » soit modifiée afin d'indiquer la date à laquelle une série ou une catégorie de titres a été établie.	Nous adhérons à ce commentaire et cette modification a été apportée. Afin de fournir un contexte aux investisseurs, nous avons également ajouté une entrée distincte indiquant la date de création de l'OPC.
<b>Dans quoi le fonds investit-il?</b>	Un intervenant demande que de l'information supplémentaire soit fournie sur les objectifs de placement de l'OPC, compte tenu de leur importance.  L'intervenant demande également que la rubrique « Dix principaux placements » présente le pourcentage de chaque placement afin de donner une image de la concentration du risque, et que la description indique les catégories d'actifs dans lesquelles l'OPC investit (p. ex., actions, obligations).	Nous avons modifié la rubrique « Dix principaux placements » afin d'exiger la présentation du pourcentage représenté par chacun des dix principaux placements.

<p><b>Quel a été le rendement du fonds?</b></p> <p><b>Inclusion d'un indicateur de référence</b></p>	<p><b>Rendement</b></p> <p>Deux intervenants représentant les investisseurs demandent de renforcer la mise en garde donnée sous cette rubrique sur la sélection des OPC en fonction de leur rendement antérieur.</p> <p>L'un d'eux suggère d'indiquer que le rendement antérieur n'est pas un bon indicateur des rendements futurs.</p> <p>L'autre intervenant suggère d'ajouter une mention précisant qu'il ne faut pas s'attendre à ce que le rendement antérieur se poursuive dans le futur.</p> <p>Un autre intervenant demande de préciser dans le Formulaire si les obligations d'information sur le rendement s'appliquent à l'OPC ou à la catégorie ou série de titres de l'OPC.</p> <p><b>Indicateur de référence</b></p> <p>Trois intervenants demandent d'ajouter un indicateur de référence dans cette rubrique. Selon eux, un indicateur de référence permettrait aux investisseurs de comparer le rendement historique de l'OPC au rendement d'un indicateur pertinent ou à un taux de rendement sans risque, comme le taux de rendement des CPG ou des obligations du gouvernement du Canada.</p> <p>Un de ces intervenants affirme que les indicateurs de référence sont essentiels pour fournir aux investisseurs des repères leur permettant d'évaluer le rendement relatif d'un OPC et les risques connexes (étant donné que les divers indicateurs comporteront divers niveaux de risque; un CPG de 5 ans et l'indice composé S&amp;P/TSX, par exemple) et de</p>	<p>L'aperçu du fonds doit déjà comporter une mention indiquant que le rendement passé n'est pas représentatif du rendement futur. Par conséquent, nous ne proposons aucune modification pour le moment.</p> <p>La directive 4 de la rubrique 5 précise que l'OPC ne doit fournir que l'information sur le rendement de la catégorie ou série faisant l'objet de l'aperçu du fonds.</p> <p>En réaction à ce commentaire, nous avons ajouté une comparaison entre le rendement de l'OPC et le rendement d'un placement moins risqué, soit un CPG d'une durée de un an. Nous estimons que l'ajout de cette comparaison pourrait aider les investisseurs à évaluer la relation entre le risque et le rendement associés à un placement dans un OPC en particulier. Nous sommes curieux de savoir comment ce nouvel élément d'information sera accueilli par les groupes d'investisseurs cibles.</p>
--	---	---

	prendre des décisions d'investissement plus éclairées.	
<b>Information sur les risques</b>	<p>Plusieurs groupes de défense des investisseurs ont exprimé des inquiétudes au sujet de la présentation de l'information sur les risques dans l'aperçu du fonds, dont les suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• le fait de permettre aux gestionnaires d'OPC de choisir la classification du risque d'un OPC est source d'incohérence dans l'évaluation du risque;</li> <li>• la description du risque dans l'aperçu du fonds est presque identique à celle figurant dans les demandes d'ouverture de compte et pourrait être une source de confusion pour l'investisseur et son conseiller;</li> <li>• de nombreux OPC utilisent la méthode de classification du risque élaborée par l'IFIC, un lobby du secteur, au lieu de celle que les autorités de réglementation ont élaborée après avoir consulté les investisseurs;</li> <li>• la méthode de classification du risque de l'IFIC mesure uniquement le risque de volatilité, qui correspond à l'écart type des rendements sur trois ans et pourrait ne pas refléter adéquatement la volatilité d'un OPC donné;</li> <li>• il est difficile pour les investisseurs de consulter le prospectus simplifié et de comprendre la méthode de classification du risque qui y est présentée par rapport à celle présentée dans l'aperçu du fonds, si bien que les investisseurs se fieront exagérément à la classification du risque présentée dans l'aperçu du fonds.</li> </ul> <p>Ces intervenants ont formulé des recommandations afin d'améliorer l'information sur le risque. Ils ont notamment</p>	<p>En réaction aux inquiétudes exprimées par les groupes de défense des investisseurs, nous proposons d'apporter les modifications ci-dessous, qui seront évaluées par des groupes d'investisseurs cibles.</p> <p>Nous avons renforcé la mise en garde portant sur les risques d'un placement dans les OPC.</p> <p>Nous exigeons que soit incluse la liste des trois ou quatre principaux risques de l'OPC, tout en continuant à inviter les investisseurs à consulter le prospectus simplifié pour obtenir une description détaillée des risques associés à l'OPC.</p> <p>Nous avons ajouté une mention expliquant que l'échelle de risque vise à illustrer le risque de marché et le lien entre le risque et les pertes (p. ex. : plus les rendements sont élevés, plus les possibilités de perte le sont aussi).</p> <p>Le pire rendement sur trois mois doit maintenant être présenté sous la rubrique « Rendement ».</p> <p>Les ACVM évaluent actuellement la possibilité d'élaborer sa propre méthode de classification du risque que les</p>

	<p>proposé d'imposer une méthode de classification du risque normalisée pour assurer la comparabilité des OPC, comme la méthode de classification du risque prescrite par le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières dans le CESR/10-6739, d'ajouter dans la rubrique de l'aperçu du fonds portant sur le rendement une mesure précise, comme la plus importante perte mensuelle, trimestrielle ou annuelle des 10 dernières années, et de préciser le lien entre la convenance pour l'investisseur et le niveau de classification du risque choisi dans l'aperçu du fonds.</p> <p>L'un de ces intervenants est d'avis que le rapport de l'IFIC sur la classification du risque de volatilité (<i>IFIC Volatility Risk Classification Report</i>) (le « <b>rapport</b> ») devrait être rendu public, étant donné que les gestionnaires d'OPC l'intègrent par renvoi dans le prospectus simplifié.</p>	<p>gestionnaires d'OPC seraient tenus d'utiliser dans l'aperçu du fonds pour évaluer les risques d'un OPC. Entre-temps, nous proposons de conserver l'échelle de risque actuellement présentée dans l'aperçu du fonds et d'ajouter l'information supplémentaire susmentionnée, laquelle, à notre avis, répond aux commentaires reçus.</p> <p>Les ACVM s'attendent à ce que les gestionnaires d'OPC fournissent le rapport sur demande.</p>
<b>Un mot sur la fiscalité</b>	<p>Dans la foulée des récentes révisions du prospectus, un intervenant demande que le libellé sous la rubrique « Un mot sur la fiscalité » soit modifié pour ajouter des détails sur les conséquences fiscales de la détention de titres d'un OPC.</p>	<p>Nous ne proposons pas de modification. Les ACVM considèrent que le Formulaire laisse assez de latitude pour permettre l'ajout de tels renseignements.</p>
<b>Combien cela coûte-t-il?</b>	<p>Un intervenant représentant les investisseurs nous demande de clarifier l'incidence des frais sur le rendement des placements. Aussi, cet intervenant indique que d'autres frais, comme les frais d'échange, les frais de changement et les commissions de suivi, sont présentés comme des frais éventuels plutôt que comme des frais réels que doit engager l'investisseur. Si les frais sont discrétionnaires, cela doit également être clairement énoncé. Il faudrait également considérer la possibilité de communiquer d'autres renseignements, comme les politiques de couverture du change.</p> <p>Un autre intervenant représentant les investisseurs ajoute que l'information sur les frais doit clairement mentionner si</p>	<p>En réponse à ces commentaires, nous avons ajouté la mention suivante au sujet des commissions :</p> <p><i>« Le versement de ces commissions de suivi peut entraîner un conflit d'intérêts en incitant le courtier ou ses représentants à recommander le fonds plutôt qu'un autre placement. Pour plus de renseignements, communiquez avec le représentant de votre courtier. »</i></p> <p>Nous avons également proposé qu'il soit indiqué dans l'aperçu du fonds si des commissions de suivi sont versées ou non aux courtiers.</p> <p>Nous signalons que si la couverture du change est une</p>

	le représentant touchera ou non une commission à la vente de titres de l'OPC.	caractéristique fondamentale d'un fonds, nous nous attendons à ce que cette caractéristique soit indiquée sous le titre « Dans quoi le fonds investit-il? » et mentionnée comme un risque important sous la rubrique des risques.
	<p><b><i>Conventions prévoyant le paiement de frais</i></b></p> <p>Deux intervenants se disent préoccupés par les modifications proposées à la directive 2 de la rubrique 1.4 de la partie II du Formulaire. Ils affirment que, habituellement, les sociétés d'OPC ne contrôlent pas les frais exigés par les courtiers en vertu de conventions prévoyant le paiement de frais, et peuvent ne pas connaître la fourchette de certains frais payables. Selon ces intervenants, l'information à présenter devrait être limitée aux frais de gestion ou aux autres frais exigés par l'OPC ou par son gestionnaire, et ne devrait pas s'appliquer aux conventions prévoyant le paiement de frais.</p> <p>L'un de ces intervenants demande également des clarifications sur la portée de l'information à présenter en ce qui concerne tous les frais payables directement par l'investisseur pour souscrire, détenir, vendre ou échanger des parts ou des actions de l'OPC. Il se demande par exemple si la directive 1 de la rubrique 1.4 de la partie II du Formulaire oblige l'OPC à indiquer tous les frais dont il fait actuellement état dans le prospectus simplifié (comme les frais pour un chèque sans provision ou les frais de transfert électronique). Cet intervenant demande également des éclaircissements quant à savoir si des frais d'administration fixes exigés à la place de la totalité ou d'une partie des charges opérationnelles d'un OPC doivent être mentionnés sous le sous-titre « Autres frais » ou sous le sous-titre « Frais du fonds » (paragraphe 4 de l'article 1.3 de la partie II du Formulaire).</p>	<p>Les ACVM sont d'avis qu'il est important d'informer les investisseurs de l'existence de conventions prévoyant le paiement de frais. Étant donné que l'aperçu du fonds porte sur une catégorie ou une série de titres en particulier, il est important d'indiquer si cette catégorie ou cette série de titres fera l'objet de conventions prévoyant le paiement de frais.</p> <p>Les ACVM ne s'attendent pas à ce que tous les frais possibles indiqués dans le prospectus simplifié se retrouvent sous la rubrique « Autres frais ». Ce sont plutôt les principaux frais supportés pour la détention des titres de la catégorie ou de la série en question qui doivent être indiqués, conformément à la directive 1 de la rubrique 1.4 de la partie II du Formulaire. Les frais d'administration fixes devraient être indiqués sous la rubrique « Frais du fonds » de l'aperçu du fonds puisque ce sont des frais engagés par l'OPC et qu'ils doivent être inclus dans le ratio des frais de gestion du fonds, en vertu de l'article 15.1 du <i>Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement</i>.</p>

<b>Conflits d'intérêts</b>	<p>L'un des intervenants demande que soit signalé dans l'aperçu du fonds tout conflit d'intérêts qui pourrait inciter financièrement l'intermédiaire ou ses représentants à vendre les titres d'un OPC en particulier plutôt que ceux d'un autre.</p> <p>Cet intervenant recommande également d'ajouter dans l'aperçu du fonds un passage explicite pour indiquer ou bien qu'aucune commission de suivi n'est versée, ou bien qu'une commission de suivi est versée et crée un conflit d'intérêts du fait qu'elle pourrait inciter le courtier ou autre intermédiaire et le représentant à recommander l'OPC en cause plutôt qu'un autre placement. Un autre intervenant appuie cette recommandation.</p>	<p>En réponse à ces commentaires, nous avons ajouté dans l'aperçu du fonds de l'information sur les conflits d'intérêts pouvant découler du fait que le courtier reçoit des commissions. Voir la réponse sous la section « Combien cela coûte-t-il? ».</p>
<b>Information sur les droits</b>	<p>Deux intervenants font remarquer que les modifications projetées remplacent la rubrique « Information sur les droits » de l'aperçu du fonds (rubrique 2 de la partie II du Formulaire 81-101F3) qui indique qu'il existe un droit de résolution pouvant être exercé dans les deux jours ouvrables suivant la transmission de l'aperçu du fonds, mais qu'aucune modification correspondante n'est apportée dans l'information à présenter dans le prospectus simplifié.</p>	<p>Nous avons révisé l'information à présenter dans le prospectus simplifié pour assurer la correspondance entre celui-ci et l'aperçu du fonds.</p>
<b>Intégration par renvoi de l'aperçu du fonds dans le prospectus simplifié</b>	<p>Un intervenant nous demande de faire de l'aperçu du fonds un « prospectus » pour l'application de la législation en valeurs mobilières et que ce soit le prospectus simplifié qui soit réputé intégré par renvoi dans l'aperçu du fonds. Cette demande avait déjà été formulée auparavant.</p>	<p>Comme nous l'avons indiqué dans notre réponse à un commentaire antérieur semblable, les ACVM ne proposent aucune modification pour le moment. L'aperçu du fonds est intégré par renvoi dans le prospectus simplifié et, avec les documents d'information sur l'OPC, ils représentent ensemble les documents d'information de l'OPC.</p>
<b>Codes d'identification des fonds</b>	<p>Des intervenants représentant le secteur et des intervenants représentant les investisseurs appuient l'ajout des codes d'identification des OPC dans l'aperçu du fonds.</p>	<p>Dans la foulée des récentes révisions du prospectus, nous avons fait le changement pour permettre l'ajout des codes d'identification des OPC dans l'aperçu du fonds. Nous autoriserons la mention dans l'aperçu du fond des codes généralement acceptés et accessibles au public.</p>

<b><i>Exceptions pour certains territoires</i></b>	Quelques intervenants soulignent la nécessité d'éviter les différences entre les provinces dans la mise en œuvre de la phase 2. Par exemple, ils demandent pourquoi, dans certains cas, les modifications qu'il est proposé d'apporter au Formulaire renferment la mention « sauf en Colombie-Britannique » (par exemple, au sous-paragraphe <i>a</i> du paragraphe 1 de la rubrique 6 de la partie I et au paragraphe 5 de la rubrique 1.3 de la partie II du Formulaire).	Les ACVM se sont efforcées de parvenir à un résultat harmonisé dans l'élaboration des modifications. Or, elles y sont parvenues en travaillant avec des approches et des formulations législatives différentes qui se reflètent dans le libellé du Règlement 81-101.
<b><i>Fusions et changements importants futurs</i></b>	Quelques intervenants demandent de permettre la publication, dans l'aperçu du fonds, des changements importants futurs que le gestionnaire d'OPC juge pertinents, comme les fusions projetées d'OPC.	Nous acceptons cette suggestion et avons par conséquent ajouté au Formulaire la directive générale 8.1 qui permet de mentionner dans l'aperçu du fonds des changements fondamentaux et des changements importants projetés. Nous permettons également à l'OPC de présenter de l'information financière à une date située dans les 45 jours qui précèdent la date de la version modifiée de l'aperçu du fonds.
<b><i>Information supplémentaire</i></b>	Un intervenant du secteur demande une fois de plus à ce que l'aperçu du fonds reconnaisse le rôle joué par le conseiller financier inscrit.  Cet intervenant s'inquiète également de l'éventualité que les investisseurs se fondent sur un aperçu du fonds qui n'est pas à jour. Il propose d'indiquer clairement dans l'aperçu du fonds que le document peut être mis à jour sans préavis à l'investisseur et que ce dernier doit consulter son conseiller financier inscrit pour veiller à ce qu'il ait en main la plus récente version de l'aperçu du fonds.	Nous ne proposons aucune autre modification à ce sujet pour le moment. Nous signalons que le Formulaire prévoit déjà une mention invitant les investisseurs à s'adresser à leur représentant de courtier s'ils désirent obtenir plus de renseignements.  Nous ne proposons aucune autre modification puisque l'aperçu du fonds est daté et que les renseignements financiers pertinents sont tirés de documents accessibles au public, comme le rapport de la direction sur le rendement du fonds.
<b><i>Guide de l'aperçu du fonds par les ACVM</i></b>	Un intervenant représentant les investisseurs demande de nouveau aux ACVM d'élaborer un guide destiné aux investisseurs pour les aider à comprendre l'aperçu du fonds.	Comme nous l'avons mentionné dans le cadre initial, bien que nous convenions que la sensibilisation est un élément essentiel de la protection des investisseurs, nous ne sommes plus d'avis qu'il est nécessaire d'élaborer un guide destiné aux investisseurs dans le cadre du présent projet.

		Cependant, en réponse à ce commentaire, nous avons ajouté sous la rubrique « Renseignements » de l'aperçu du fonds un renvoi à la brochure des ACVM intitulée « <i>Comprendre les organismes de placement collectif</i> », accessible sur le site Web des ACVM et qui fournit aux investisseurs des renseignements généraux sur les OPC. Nous avons révisé cette brochure en fonction de l'aperçu du fonds.
<b><i>Ordre des rubriques dans l'aperçu du fonds</i></b>	<p>Quelques intervenants demandent que l'ordre de présentation des éléments de l'aperçu du fonds soit modifié. L'un d'entre eux demande que la rubrique « À qui le fonds est-il destiné? » soit déplacée vers le haut, juste en dessous de la rubrique « Bref aperçu ».</p> <p>Un autre intervenant demande que l'information sur les coûts et les risques soit présentée avant l'information sur le rendement.</p>	En raison des modifications apportées à l'information sur les risques dans l'aperçu du fonds, l'information sur les risques se trouve maintenant avant l'information sur le rendement.
<b>Partie 4 – Autres commentaires</b>		
<b><u>Question</u></b>	<b><u>Commentaires</u></b>	<b><u>Réponses</u></b>
<b><i>Dispense permettant l'utilisation anticipée de l'aperçu du fonds</i></b>	L'un des intervenants représentant les investisseurs indique qu'il n'appuie pas la décision des ACVM d'accorder des dispenses permettant l'utilisation de l'aperçu du fonds avant la mise en œuvre des modifications de la phase 2.	<p>L'utilisation anticipée de l'aperçu du fonds pour satisfaire à l'obligation actuelle de transmission du prospectus vise à permettre aux investisseurs d'obtenir de l'information plus significative sur un OPC à un moment utile dans la prise de décisions d'investissement.</p> <p>À notre avis, si les investisseurs reçoivent l'aperçu du fonds dans les deux jours de la souscription de titres d'un OPC, ils pourraient examiner les caractéristiques de base de l'OPC et décider si ce placement leur convient ou non.</p> <p>L'utilisation anticipée de l'aperçu du fonds permettrait également aux investisseurs et aux courtiers de se familiariser avec le nouveau document, ce qui pourrait amener les investisseurs à commencer à demander l'aperçu</p>

		du fonds avant de prendre leurs décisions d'investissement. Les courtiers pourraient également commencer à utiliser l'aperçu du fonds comme un outil dans leurs recommandations.
<b><i>Approche coercitive concernant l'aperçu du fonds</i></b>	L'un des intervenants exhorte les ACVM d'adopter une approche coercitive, par exemple prévoir par règlement des sanctions et des amendes en cas de non-conformité. Cet intervenant demande également que les ACVM collaborent avec l'OCRCVM et l'ACCFM et d'autres groupes sectoriels pour élaborer des mécanismes de contrainte plus fermes et mieux harmonisés entre les pouvoirs publics.	Les ACVM surveillent activement le respect du Formulaire par l'examen des prospectus et des documents d'information continue. Nous poursuivons également notre collaboration avec l'OCRCVM et l'ACCFM.
<b><i>Obligation fiduciaire</i></b>	L'un des intervenants prône l'imposition d'une obligation fiduciaire aux conseillers en placement envers leurs clients et soutient que l'absence d'obligation fiduciaire est le problème sous-jacent que l'aperçu du fonds essaie de régler. Il affirme que le fait qu'un client ne puisse se fier à son conseiller pour obtenir des conseils impartiaux ou pour qu'il agisse dans l'intérêt du client plutôt que dans celui du conseiller ou du courtier représente le problème de fond qu'une initiative valable comme l'aperçu du fonds tente de corriger.	Aucune des modifications proposées dans la phase 2 ne vise à amoindrir le rôle central du représentant de courtier. À notre avis, l'aperçu du fonds prend appui sur l'obligation existante du représentant de courtier d'évaluer la convenance de toutes les souscriptions de titres d'OPC. Nous nous attendons à ce que les représentants se servent de l'aperçu du fonds comme outil dans le processus de vente.
<b><i>Régime d'information au moment de la souscription</i></b>	Des groupes de défense des investisseurs nous demandent de mettre en œuvre le régime d'information au moment de la souscription au moyen de l'aperçu du fonds le plus tôt possible, parce qu'il n'a jamais été prévu que l'aperçu du fonds soit fourni après la prise d'une décision d'investissement, et que la transmission après la souscription n'aide pas un investisseur à prendre une décision éclairée.  À l'inverse, un intervenant représentant le secteur indique que les courtiers entretiennent encore des réserves sur l'obligation de transmettre le document au moment de la souscription ou auparavant, du fait que cela pourrait ne pas	Les ACVM ont toujours la ferme intention de mettre en œuvre le régime d'information au moment de la souscription de titres d'OPC. La mise en œuvre progressive nous permet de poursuivre la consultation des intéressés et d'étudier l'applicabilité du régime à d'autres types de fonds d'investissement dont les titres sont offerts au public, avec la possibilité d'appliquer ce régime d'information à tous les fonds d'investissement comparables.

	être réalisable dans le cours des affaires.	
<b>Sommaire pour d'autres types de fonds d'investissement</b>	Des intervenants représentant les investisseurs réitèrent leur point de vue selon lequel un document présentant les renseignements essentiels devrait être établi pour d'autres produits d'investissement, notamment les produits structurés, les fonds négociés en bourse (dont les FNB à levier financier et à levier financier inversé et les FNB de marchandises), les contrats sur écarts et les fonds cotés, dans les 6 à 12 mois.	Ainsi qu'il est indiqué dans l'Avis 81-319 du personnel des ACVM, pendant la mise en œuvre du régime d'information au moment de la souscription, les ACVM se pencheront sur des résumés d'information pour d'autres types de fonds d'investissement.
<b>Complémentarité du prospectus simplifié et de la notice annuelle</b>	Un des intervenants demande aux ACVM de supprimer les redondances dans l'information figurant dans le prospectus simplifié, dans la notice annuelle et dans l'aperçu du fonds. Il est d'avis que les documents d'information renfermant des redondances ne rendent pas service aux investisseurs.	Comme nous l'avons mentionné dans notre publication de juin 2009, après la mise en œuvre d'un régime d'information au moment de la souscription, nous entendons revoir le régime d'information des OPC dans son ensemble afin d'éliminer les chevauchements inutiles. En particulier, nous entendons examiner la possibilité de concevoir un seul document de base qui remplacerait la notice annuelle et le prospectus simplifié actuels.
<b>Partie 5 – Liste des intervenants</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Advocis</li> <li>• Association canadienne du commerce des valeurs mobilières</li> <li>• Association des banquiers canadiens</li> <li>• Borden Ladner Gervais s.r.l.</li> <li>• Broadridge Investor Communication Solutions, Canada</li> <li>• Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies</li> <li>• Groupe consultatif des investisseurs de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario</li> <li>• Fidelity Investments Canada ULC</li> <li>• Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs</li> <li>• Institut des fonds d'investissement du Canada</li> <li>• InvestorPOS</li> <li>• Kenmar Associates</li> </ul>		

## RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-101 SUR LE RÉGIME DE PROSPECTUS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF

Loi sur les valeurs mobilières  
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 2°, 3°, 6°, 8°, 11°, 14° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif est modifié :

1° par l'insertion, avant la définition de l'expression « aperçu du fonds », de la suivante :

« action en justice prévue par la loi » :

a) en Alberta, le droit prévu au paragraphe *a* de l'article 206 du Securities Act;

b) en Colombie-Britannique, le droit prévu à l'article 135 du Securities Act;

c) au Nouveau-Brunswick, le droit prévu à l'article 155 de la Loi sur les valeurs mobilières; »;

2° par l'insertion, après la définition de l'expression « contrat important », de la suivante :

« droit de résolution prévu par la loi » :

a) en Alberta, le droit prévu au paragraphe 1 de l'article 130 du Securities Act;

b) en Colombie-Britannique, le droit prévu aux paragraphes 3 et 5 de l'article 83 du Securities Act;

c) au Nouveau-Brunswick, le droit prévu au paragraphe 2 de l'article 88 de la Loi sur les valeurs mobilières; ».

2. L'article 2.5 de ce règlement est modifié, dans le paragraphe 6, par la suppression des mots « ou l'acquéreur » et par le remplacement des mots « ou tout achat effectué » par le mot « effectuée ».

3. L'article 2.8 de ce règlement est modifié par la suppression des mots « ou à l'acquéreur ».

4. L'article 3.2 de ce règlement est modifié :

1° par la suppression, dans le paragraphe 1, des mots « ou d'envoyer »;

2° par le remplacement du paragraphe 2 par les suivants :

« 2) Lorsqu'un prospectus doit être transmis à une personne en vertu de la législation en valeurs mobilières, le dernier aperçu du fonds de la catégorie ou de la série de titres applicable qui a été déposé en vertu du présent règlement est transmis à cette personne en même temps et de la même manière que le prospectus.

« 2.1) L'obligation de transmettre un prospectus prévue par la législation en valeurs mobilières ne s'applique pas si l'aperçu du fonds est transmis conformément au paragraphe 2.

« 2.2) En Ontario, l'aperçu du fonds est un document d'information visé au paragraphe 1.1 de l'article 71 de la Loi sur les valeurs mobilières. »;

3° par la suppression, dans le sous-paragraphe *a* du paragraphe 3, des mots « ou acquéreur » et « ou à acquérir ».

5. Ce règlement est modifié par l'insertion, après l'article 3.2, des suivants :

**« 3.2.1. Aperçu du fonds – droit de résolution du souscripteur**

1) L'aperçu du fonds transmis conformément au paragraphe 2 de l'article 3.2 confère au souscripteur le même droit de résolution que dans le cas d'un prospectus transmis en vertu de la législation en valeurs mobilières et il constitue un document prescrit pour l'application du droit de résolution prévu par la loi.

2) En Ontario, le paragraphe 2 de l'article 71 de la Loi sur les valeurs mobilières s'applique au lieu du paragraphe 1.

3) Au Québec, l'article 30 de la Loi sur les valeurs mobilières s'applique au lieu du paragraphe 1.

**« 3.2.2. Aperçu du fonds – action en justice du souscripteur en cas de non-transmission**

1) Le souscripteur auquel l'aperçu du fonds n'est pas transmis conformément au paragraphe 2 de l'article 3.2 peut intenter la même action en justice que lorsque le prospectus ne lui est pas transmis conformément à la législation en valeurs mobilières et l'aperçu du fonds constitue un document prescrit pour l'application de l'action en justice prévue par la loi.

2) En Ontario, l'article 133 de la Loi sur les valeurs mobilières s'applique au lieu du paragraphe 1.

3) Au Québec, l'article 214 de la Loi sur les valeurs mobilières s'applique au lieu du paragraphe 1. ».

6. L'article 3.5 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le texte anglais, du mot « must » par le mot « may ».

7. L'article 4.1 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le texte anglais du paragraphe 1, des mots « in a format » par les mots « be in a format ».

8. L'article 5.1 de ce règlement est modifié par la suppression du paragraphe 3.

9. Ce règlement est modifié par le remplacement de l'article 5.2 par le suivant :

**« 5.2. Combinaison d'aperçus du fonds en vue de leur transmission**

1) L'aperçu du fonds transmis en vertu de l'article 3.2 ne peut être attaché à d'autres documents ou relié avec ceux-ci, à l'exception des documents suivants :

1. une page de titre générale se rapportant au jeu de documents attachés ou reliés;
2. un avis d'exécution qui confirme la souscription des titres de l'OPC;
3. l'aperçu du fonds d'un autre OPC si celui-ci est transmis en vertu de l'article 3.2;
4. le prospectus simplifié ou le prospectus simplifié combiné de l'OPC;
5. tout document intégré par renvoi dans le prospectus simplifié ou le prospectus simplifié combiné;
6. les documents de demande d'ouverture de compte;

7. les demandes et documents de régime fiscal enregistré.

2) Si l'avis d'exécution visé au paragraphe 1 est attaché à l'aperçu du fonds ou relié avec celui-ci, tout autre document d'information à transmettre pour satisfaire à une obligation réglementaire relative à la souscription indiquée dans l'avis d'exécution peut être attaché à l'aperçu du fonds ou relié avec celui-ci.

3) Si l'aperçu du fonds est attaché à l'un des documents visés au paragraphe 1 ou relié avec lui, une table des matières présentant tous les documents doit être attachée à l'aperçu du fonds ou reliée avec celui-ci, sauf si le seul autre document attaché ou relié est la page de titre.

4) Si un ou plusieurs aperçus du fonds sont attachés à l'un des documents visés au paragraphe 1 ou reliés avec lui, seuls la page de titre générale, la table des matières et l'avis d'exécution peuvent être placés devant les aperçus du fonds. ».

10. Le Formulaire 81-101F1 de ce règlement est modifié :

1° dans les directives générales :

a) par le remplacement, dans le paragraphe 13, des mots « joints » et « joint » par, respectivement, les mots « attachés » et « attaché »;

b) par la suppression, dans le paragraphe 19, des mots « ou d'envoyer »;

2° dans la partie A :

a) par l'addition, après le paragraphe 6 de la rubrique 1.1, de ce qui suit :

« DIRECTIVES

*Donner l'information entre crochets visée au paragraphe 3 ci-dessus, selon le cas :*

a) *en indiquant le nom de chaque territoire dans lequel l'OPC entend offrir des titres au moyen du prospectus;*

b) *en indiquant que le dépôt a été effectué dans chaque province ou dans chaque province et territoire du Canada;*

c) *en indiquant les territoires dans lesquels le dépôt a été effectué et en énumérant ceux où il ne l'a pas été (c'est-à-dire toutes les provinces ou chaque province et territoire du Canada, à l'exception de/du [nom des territoires exclus]). »;*

b) par l'addition, après le paragraphe 6 de la rubrique 1.2, de ce qui suit :

« DIRECTIVES

*Donner l'information entre crochets visée au paragraphe 3 ci-dessus, selon le cas :*

a) *en indiquant le nom de chaque territoire dans lequel l'OPC entend offrir des titres au moyen du prospectus;*

b) *en indiquant que le dépôt a été effectué dans chaque province ou dans chaque province et territoire du Canada;*

c) *en indiquant les territoires dans lesquels le dépôt a été effectué et en énumérant ceux où il ne l'a pas été (c'est-à-dire toutes les provinces ou chaque province et territoire du Canada, à l'exception de/du [nom des territoires exclus]). »;*

c) par le remplacement, dans le paragraphe 3 de la rubrique 4, des mots « fonds commun de placement » par les mots « organisme de placement collectif »;

d) dans la rubrique 6 :

i) par le remplacement, dans l'intitulé, de « Achats, substitutions » par « Souscriptions, échanges »;

ii) par le remplacement, dans le paragraphe 1, de « Achats, substitutions » par « Souscriptions, échanges » et des mots « d'achat » par les mots « de souscription »;

e) par le remplacement, dans le tableau suivant le paragraphe 6 de la rubrique 8.1, des mots « frais de substitution » par les mots « frais d'échange »;

f) par le remplacement, dans le sous-paragraphe b du paragraphe 2 de la rubrique 8.2, des mots « frais au rachat » par les mots « frais d'acquisition reportés » et des mots « l'achat » par les mots « la souscription »;

g) par le remplacement, dans la directive 3 suivant la rubrique 9.2, des mots « déduites des montants reçus sous forme de frais de vente reportés » par les mots « déduits des montants reçus à titre de frais d'acquisition reportés »;

h) dans la rubrique 11 :

i) par le remplacement, dans l'intitulé, du mot « Recours » par les mots « Information sur les droits »;

ii) par le remplacement, dans le premier paragraphe, des mots « le recours prévu » par les mots « l'action en justice prévue »;

iii) par le remplacement des deuxième, troisième et quatrième paragraphes par les suivants :

« « La législation en valeurs mobilières de certaines provinces et de certains territoires vous confère un droit de résolution à l'égard d'un contrat de souscription de titres d'OPC, que vous pouvez exercer dans les 2 jours ouvrables de la réception du prospectus simplifié ou de l'aperçu du fonds, ou un droit d'annulation de toute souscription que vous pouvez exercer dans les 48 heures de la réception de la confirmation de votre ordre de souscription.

La législation en valeurs mobilières de certaines provinces et de certains territoires vous permet également de demander la nullité d'un contrat de souscription [de parts/d'actions] d'un OPC et un remboursement, ou des dommages-intérêts, si le prospectus simplifié, la notice annuelle, l'aperçu du fonds ou les états financiers contiennent des informations fausses ou trompeuses sur l'OPC. Ces diverses actions doivent habituellement être exercées dans des délais déterminés.

Pour plus d'information, on se reportera à la législation en valeurs mobilières de la province ou du territoire concerné et on consultera éventuellement un avocat. » »;

3° par le remplacement, dans le paragraphe 3 des directives de la rubrique 6 de la partie B, des mots « fonds commun de placement » par les mots « organisme de placement collectif ».

**11.** Le Formulaire 81-101F2 de ce règlement est modifié :

1° par l'addition, après le paragraphe 6 de la rubrique 1.1, de ce qui suit :

« DIRECTIVES

Donner l'information entre crochets visée au paragraphe 3 ci-dessus, selon le cas :

a) en indiquant le nom de chaque territoire dans lequel l'OPC entend offrir des titres au moyen du prospectus;

b) en indiquant que le dépôt a été effectué dans chaque province ou dans chaque province et territoire du Canada;

c) en indiquant les territoires dans lesquels le dépôt a été effectué et en énumérant ceux où il ne l'a pas été (c'est-à-dire toutes les provinces ou chaque province et territoire du Canada, à l'exception de/du [nom des territoires exclus]). »;

2° par l'addition, après le paragraphe 6 de la rubrique 1.2, de ce qui suit :

« DIRECTIVES

Donner l'information entre crochets visée au paragraphe 3 ci-dessus, selon le cas :

a) en indiquant le nom de chaque territoire dans lequel l'OPC entend offrir des titres au moyen du prospectus;

b) en indiquant que le dépôt a été effectué dans chaque province ou dans chaque province et territoire du Canada;

c) en indiquant les territoires dans lesquels le dépôt a été effectué et en énumérant ceux où il ne l'a pas été (c'est-à-dire toutes les provinces ou chaque province et territoire du Canada, à l'exception de/du [nom des territoires exclus]). »;

3° par le remplacement, dans le paragraphe 1 de la rubrique 3, des mots « siège social » par le mot « siège »;

4° par le remplacement, dans le paragraphe 1 de la rubrique 7, des mots « d'achat » par les mots « de souscription »;

5° dans la rubrique 8 :

a) par le remplacement, dans le paragraphe 2, des mots « d'achat » par les mots « de souscription »;

b) par le remplacement, dans le paragraphe 5, des mots « d'un achat » par les mots « d'une souscription »;

6° par le remplacement, dans le paragraphe 1 de la rubrique 10.7, des mots « siège social » par le mot « siège ».

**12.** Le Formulaire 81-101F3 de ce règlement est modifié :

1° dans les directives générales :

a) par l'addition, à la fin du paragraphe 8, de la phrase suivante :

« Si l'information à fournir dans l'aperçu du fonds n'est pas applicable ou disponible, l'indiquer et en expliquer les raisons. »;

b) par l'insertion, après le paragraphe 8, du suivant :

« 8.1) L'aperçu du fonds peut annoncer un changement important ou un projet de changement fondamental, comme un projet de fusion. La description du changement important ou du projet de changement fondamental devrait se trouver dans la section la plus appropriée de l'aperçu du fonds. »;

c) par le remplacement, dans le paragraphe 15, des mots « l'article 5.4 » par les mots « la partie 5 »;

d) par le remplacement de la dernière phrase du paragraphe 16 par la suivante :

« Chaque aperçu du fonds doit commencer sur une nouvelle page et aucun ne peut se trouver sur la même page qu'un autre aperçu du fonds. »;

2° dans la partie I :

a) dans la rubrique 1 :

i) par le remplacement du paragraphe c par le suivant :

« c) la désignation de l'OPC auquel l'aperçu du fonds se rapporte; »;

ii) par l'insertion, après le paragraphe c, du suivant :

« c.1) si l'OPC compte plus d'une catégorie ou série de titres, la désignation et, à la discrétion de l'OPC, tous les codes d'identification de la catégorie ou série de l'OPC décrite dans l'aperçu du fonds qui sont reconnus et accessibles au public; »;

iii) par le remplacement du deuxième paragraphe du paragraphe e par le suivant :

« Ce document renferme des renseignements essentiels sur [insérer la désignation de l'OPC] que vous devriez connaître. Vous trouverez plus de détails dans le prospectus simplifié du fonds. Pour en obtenir un exemplaire, communiquez avec le représentant de votre courtier ou avec [insérer le nom du gestionnaire de l'OPC] au [insérer, s'il y a lieu, le numéro de téléphone sans frais et l'adresse de courrier électronique du gestionnaire de l'OPC], ou visitez le [insérer l'adresse du site Web de l'OPC, de la famille de l'OPC ou de son gestionnaire] [s'il y a lieu]. ». »;

b) dans la rubrique 2 :

i) par le remplacement du tableau par le suivant :

« <b>Date de création de la [catégorie/série] :</b> (voir la directive 1)	<b>Gestionnaire du fonds :</b> (voir la directive 3.1)
<b>Date de création du fonds :</b> (voir la directive 1.1)	<b>Gestionnaire de portefeuille :</b> (voir la directive 4)
<b>Valeur totale de la [catégorie/série] au [date] :</b> (voir la directive 2.1)	<b>Distributions :</b> (voir la directive 5)
<b>Valeur totale du fonds au [date] :</b> (voir la directive 2)	<b>Placement minimal :</b> (voir la directive 6)
<b>Ratio des frais de gestion (RFG) :</b> (voir la directive 3)	»;

ii) par l'insertion, dans les directives et après le paragraphe 1, du paragraphe suivant :

« 1.1) Si la date à partir de laquelle l'OPC a mis des titres en vente dans le public diffère de celle à partir de laquelle les titres de la catégorie ou de la série visée ont été mis en vente dans le public, indiquer la date à partir de laquelle l'OPC a mis des titres en vente dans le public. »;

iii) par le remplacement, dans le paragraphe 2 des directives, de « 30 jours » par « 45 jours »;

iv) par l'insertion, dans les directives et après le paragraphe 2, du paragraphe suivant :

« 2.1) Indiquer la valeur liquidative de la catégorie ou de la série de titres de l'OPC à une date située dans les 45 jours précédant la date de l'aperçu du fonds. Dans le cas d'une nouvelle catégorie ou série de titres d'un OPC, indiquer que cette information n'est pas disponible parce qu'il s'agit d'une nouvelle catégorie ou série. »;

v) par l'insertion, dans les directives et après le paragraphe 3, du paragraphe suivant :

« 3.1) Indiquer le nom du gestionnaire de l'OPC. »;

vi) par le remplacement du paragraphe 4 des directives par le suivant :

« 4) Indiquer le nom du gestionnaire de portefeuille. L'OPC peut aussi indiquer le nom des personnes physiques responsables de la sélection des titres en portefeuille et, s'il y a lieu, le nom du ou des sous-conseillers. »;

c) dans la rubrique 3 :

i) par le remplacement du paragraphe 4 par le suivant :

« 4) Inclure sous le sous-titre « Dix principaux placements [date] » un tableau indiquant :

a) les 10 principales positions détenues par l'OPC, chacune exprimée en pourcentage de la valeur liquidative de l'OPC;

b) le pourcentage de la valeur liquidative de l'OPC que représentent les 10 principales positions;

c) le nombre total de positions détenues par l'OPC. »;

ii) par le remplacement, dans les paragraphes 4 et 9 des directives, de « 30 jours » par « 45 jours »;

d) par le remplacement des rubriques 4 et 5 par les suivantes :

#### « Rubrique 4 Risques

1) Sous le titre «  Quels sont les risques associés à ce fonds? », inclure une mention pour l'essentiel en la forme suivante :

« Tous les placements comportent des risques. Comprendre ces risques peut vous aider à choisir le bon fonds pour vous. ».

2) Sous le sous-titre « Risque de placement », inclure une mention pour l'essentiel en la forme suivante :

« Lorsque vous investissez dans un fonds, la valeur de votre placement peut augmenter ou diminuer. Dans certains cas, les fluctuations de valeur peuvent être grandes et se produire rapidement.

[Insérer le nom du gestionnaire de l'OPC] doit évaluer le degré de risque de ses fonds. L'échelle classifie les degrés de risque de faible à élevé, selon les placements du fonds et le degré de risque et de rendement attendus. En général, plus le degré est faible, plus les risques, les rendements et les probabilités de perte le sont aussi. Inversement, plus le degré est élevé, plus les risques, les rendements et les probabilités de perte le sont aussi. ».



*i)* chacune des 10 dernières années civiles;

*ii)* chacune des années civiles au cours desquelles l'OPC a existé et était émetteur assujéti, si ce nombre est inférieur à 10;

*b)* par ordre chronologique en donnant la dernière année du côté droit, la moyenne des séries mensuelles des taux des certificats de placement garantis de un an indiquée sur le site Web de la Banque du Canada pour le nombre d'années suivant :

*i)* chacune des 10 dernières années civiles;

*ii)* chacune des années civiles au cours desquelles l'OPC a existé et était émetteur assujéti, si ce nombre est inférieur à 10.

3) Sous le graphique à bandes, inclure une mention pour l'essentiel en la forme suivante :

« *Notes :*

- Le graphique ne vous indique pas quel sera le rendement futur du fonds ou du CPG.
- Comme le fonds détient des placements plus risqués qu'un CPG, il pourrait avoir un rendement plus élevé certaines années et négatif d'autres années.
- Les frais du fonds ont été déduits du rendement exprimé.
- Le rendement réel après impôt dépendra de votre situation fiscale personnelle. »;

4) Inclure le sous-titre « Ce que vous devriez savoir : »;

5) Sous le sous-titre « a) Pire rendement », indiquer :

*a)* pour les années présentées dans le graphique à bandes ci-dessus, le nombre d'années au cours desquelles la valeur de l'OPC a diminué;

*b)* depuis la création de l'OPC, le pire rendement sur 3 mois consécutifs à la fin de la période terminée dans les 45 jours précédant la date de l'aperçu du fonds;

*c)* la valeur, à la fin de la période de 3 mois, à laquelle correspondrait un placement hypothétique de 1 000 \$ au cours de cette période.

6) Sous le sous-titre « b) Rendement moyen », indiquer les renseignements suivants :

*a)* la valeur d'un placement hypothétique de 1 000 \$ dans les titres de l'OPC à la fin de la période terminée dans les 45 jours précédant la date de l'aperçu du fonds et dont la durée correspond à la plus courte des périodes suivantes :

*i)* 10 ans;

*ii)* la période écoulée depuis la création de l'OPC;

*b)* le taux de rendement annuel composé qui rendrait le placement hypothétique de 1 000 \$ égal à la valeur à la fin de la période;

*c)* la valeur d'un placement hypothétique de 1 000 \$ dans un certificat de placement garanti de un an à la fin de la période terminée dans les 45 jours précédant la date de l'aperçu du fonds et dont la durée correspond à la plus courte des périodes suivantes :

i) un réinvestissement continu du montant à l'échéance dans un certificat de placement garanti de un an pour chacune des 10 dernières années;

ii) un réinvestissement continu du montant à l'échéance dans un certificat de placement garanti de un an depuis la création de l'OPC.

#### DIRECTIVES

1) Pour remplir les obligations prévues à la présente rubrique, l'OPC doit se conformer aux articles pertinents de la partie 15 du Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif comme s'ils s'appliquaient à l'aperçu du fonds.

2) Utiliser une échelle linéaire pour chaque axe du graphique à bandes prévu à la présente rubrique.

3) L'axe des X doit couper l'axe des Y à 0 dans le graphique à bandes prévu à la présente rubrique.

4) L'OPC qui compte plus d'une catégorie ou série de titres que l'on peut rattacher au même portefeuille d'actifs ne doit fournir que l'information sur le rendement concernant la catégorie ou série décrite dans l'aperçu du fonds.

5) Si l'information à fournir en vertu de la présente rubrique n'est pas raisonnablement disponible, inclure les sous-titres prévus et indiquer brièvement la raison pour laquelle elle est manquante. L'information sur les rendements annuels figurant dans le graphique à bandes ne sera généralement pas disponible pour les OPC qui placent des titres au moyen d'un prospectus simplifié depuis moins d'une année civile. L'information sous les sous-titres « a) Pire rendement » et « b) Rendement moyen » ne sera généralement pas disponible pour les OPC qui placent des titres au moyen d'un prospectus simplifié depuis moins de 12 mois consécutifs.

6) Les montants indiqués en vertu de la présente rubrique peuvent être arrondis au dollar supérieur.

7) Les pourcentages indiqués en vertu de la présente rubrique peuvent être arrondis à la décimale supérieure. »;

e) par l'insertion, dans le texte anglais de la rubrique 6 et à la fin du sous-paragraphe a du paragraphe 1, du mot « and »;

3° dans la partie II :

a) dans les directives de la rubrique 1.2 :

i) par le remplacement, partout où ils se trouvent dans les directives 1 à 3, des mots « frais d'acquisition différés » par les mots « frais d'acquisition reportés »;

ii) dans la directive 4 :

A) par la suppression, dans le premier paragraphe, du mot « différés »;

B) par le remplacement, dans le deuxième paragraphe, des mots « frais d'acquisition différés » par les mots « frais d'acquisition reportés »;

b) dans la rubrique 1.3 :

i) par le remplacement, dans le texte anglais du paragraphe 5, du mot « where » par les mots « in which »;

ii) par le remplacement du paragraphe 6 par le suivant :

« 6) Sous le sous-titre « Commission de suivi », indiquer si le gestionnaire ou un autre membre de l'organisation de l'OPC verse ou non des commissions de suivi, et en donner une brève description. »;

iii) par le remplacement du paragraphe 7 par le suivant :

« 7) La description des commissions de suivi doit inclure une mention pour l'essentiel en la forme suivante:

« [Insérer le nom du gestionnaire de l'OPC] verse à votre courtier une commission de suivi tant que vous possédez des [parts/actions] du fonds. La commission de suivi est payée avec les frais de gestion. Elle couvre les services et les conseils que votre courtier vous fournit. Le taux dépend de l'option de frais d'acquisition que vous choisissez [s'il y a lieu, insérer les options de frais d'acquisition].

Le versement de ces commissions de suivi peut entraîner un conflit d'intérêts en incitant le courtier ou ses représentants à recommander le fonds plutôt qu'un autre placement. Pour plus de renseignements, communiquez avec le représentant de votre courtier. » »;

iv) par l'insertion, dans les directives et après le paragraphe 2, du suivant :

« 2.1) Indiquer dans les frais du fonds tous les frais d'administration fixes payables. »;

v) par le remplacement, dans les directives, du paragraphe 8 par le suivant :

« 8) La description de la commission de suivi doit en expliquer succinctement l'objet, les conditions de versement et le taux maximal pour chaque option de frais d'acquisition. Outre le pourcentage de la commission, la description doit également indiquer l'équivalent en dollars pour chaque tranche de 1 000 \$ investie. »;

c) dans la rubrique 1.4 :

i) par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« 1) Sous le sous-titre « Autres frais », inclure une introduction semblable à la suivante :

« Il se pourrait que vous ayez à payer d'autres frais pour acheter, détenir, vendre ou échanger des [parts/actions] du fonds. » »;

ii) par le remplacement, dans le paragraphe 2, des mots « lors de la vente ou de l'échange de parts ou d'actions » par les mots « pour souscrire, détenir, vendre ou échanger des parts ou des actions »;

iii) par le remplacement, dans les directives, des paragraphes 1 et 2 par les suivants :

« 1) Dans la présente rubrique, n'indiquer que les frais qui se rattachent à la série ou catégorie visée de titres de l'OPC, comme les frais de gestion et d'administration payables directement par l'investisseur, les frais de négociation à court terme, les frais d'échange et les frais de changement. Faire également état de l'obligation éventuelle de l'investisseur de conclure avec le courtier une convention prévoyant le paiement de frais pour pouvoir souscrire des titres de la catégorie ou de la série en question. Si la souscription, la détention, la vente ou l'échange de parts ou d'actions de l'OPC n'entraîne pas de frais, remplacer le tableau par une mention à cet effet.

« 2) Décrire brièvement tous les frais en indiquant le montant payable en pourcentage, ou, le cas échéant, en dollars, et indiquer celui qui les facture. Si le montant varie de telle sorte qu'il est impossible de l'indiquer précisément, indiquer si possible le taux ou la fourchette le plus élevé. »;

d) par le remplacement de la rubrique 2 par la suivante :

**« Rubrique 2 Information sur les droits**

Sous le titre « Et si je change d'idée? », inclure des mentions pour l'essentiel en la forme suivante :

« En vertu des lois sur les valeurs mobilières de certaines provinces et de certains territoires, vous avez le droit :

- de résoudre un contrat de souscription de titres d'un fonds dans les deux jours ouvrables suivant la réception de l'aperçu du fonds;
- d'annuler votre souscription dans les 48 heures suivant la réception de sa confirmation.

Dans certaines provinces et certains territoires, vous avez également le droit de demander la nullité d'une souscription ou de poursuivre en dommages-intérêts si le prospectus simplifié, la notice annuelle, l'aperçu du fonds ou les états financiers contiennent de l'information fautive ou trompeuse. Vous devez agir dans les délais prescrits par les lois sur les valeurs mobilières de votre province ou territoire.

Pour de plus amples renseignements, reportez-vous à la loi sur les valeurs mobilières de la province ou du territoire, ou consultez un avocat. »;

e) dans la rubrique 3 :

i) par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« 1) Sous le titre « Renseignements », inclure une mention semblable pour l'essentiel à la suivante :

« Pour obtenir un exemplaire du prospectus simplifié et d'autres documents d'information du fonds, communiquez avec [insérer le nom du gestionnaire de l'OPC] ou avec le représentant de votre courtier. Ces documents et l'aperçu du fonds constituent les documents légaux du fonds. »;

ii) par l'insertion, après le paragraphe 2, du paragraphe suivant :

« 3) Inclure une mention semblable pour l'essentiel à la suivante :

« Pour en apprendre davantage sur les placements dans les OPC, consultez la brochure intitulée **Comprendre les organismes de placement collectif**, accessible sur le site Web des Autorités canadiennes en valeurs mobilières à l'adresse **www.autorites-valeurs-mobilieres.ca**. »;

**13.** Toute dispense des obligations de transmission du prospectus d'un OPC prévues par le Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif, toute dérogation à ces obligations et toute approbation relative à ces obligations expirent à la date d'entrée en vigueur du présent règlement.

**14.** Le présent règlement entre en vigueur le (indiquer la date d'entrée en vigueur du présent règlement).

**15.** Malgré l'article 15, le présent règlement ne s'applique aux OPC que six mois après sa date d'entrée en vigueur.

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 81-101 SUR LE RÉGIME DE PROSPECTUS DES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

1. L'article 2.1.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* est modifié par le remplacement du paragraphe 4 par le suivant :

« 4) Les ACVM encouragent l'utilisation et la diffusion de l'aperçu du fonds dans le cadre de la souscription pour aider les investisseurs à s'informer sur les OPC dont ils envisagent de souscrire des titres. Le règlement exige également la transmission de l'aperçu du fonds, ce qui pourrait satisfaire aux obligations de transmission du prospectus prévues par la législation en valeurs mobilières applicable. ».

2. L'article 2.2 de cette instruction générale est modifié par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« 1) Le prospectus simplifié est le prospectus pour l'application de la législation en valeurs mobilières. Le règlement permet la transmission de l'aperçu du fonds dans le cadre de la souscription, mais l'investisseur peut demander à ce qu'on lui transmette également le prospectus simplifié et tout document qui y est intégré par renvoi. ».

3. L'article 2.5 de cette instruction générale est modifié par la suppression, partout où il se trouve dans le paragraphe 1, de « ou « envoyés » ».

4. L'article 2.7 de cette instruction générale est modifié par l'insertion, après le paragraphe 2, du suivant :

« 2.1) Le paragraphe 8.1 des directives générales du Formulaire 81-101F3 permet à l'OPC d'annoncer un changement important ou un projet de changement fondamental, comme un projet de fusion, dans une version modifiée de l'aperçu du fonds. Nous laissons une certaine latitude quant au choix de la section de la version modifiée de l'aperçu du fonds dans laquelle le changement sera décrit. Nous nous attendons toutefois à ce que les sections de l'aperçu du fonds comprenant des données variables, comme celles portant sur les 10 principaux placements et sur la répartition des placements, soient mises à jour dans les 45 jours précédant la date de l'aperçu du fonds. En outre, si l'OPC termine une année civile ou dépose un rapport de la direction sur le rendement du fonds avant le dépôt de la version modifiée de l'aperçu du fonds, nous nous attendons à ce que l'aperçu du fonds renferme l'information mise à jour. ».

5. L'article 4.1.3 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 3, de « L'article 2.3.2 » par « L'article 2.3.1 ».

6. L'article 5.4 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 3, du mot « joint » par le mot « attaché ».

7. L'article 7.1 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement de l'intitulé par le suivant :

**« 7.1. Transmission du prospectus simplifié et de la notice annuelle »;**

2° par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« 1) Le règlement prévoit la transmission à tous les investisseurs d'un aperçu du fonds conforme aux dispositions de la législation en valeurs mobilières. Il n'exige pas la transmission du prospectus simplifié ni des documents qui y sont intégrés par renvoi, sauf si les intéressés en font la demande. Les OPC et les courtiers peuvent aussi fournir aux investisseurs les autres documents d'information intégrés par renvoi dans le prospectus simplifié. ».

8. L'article 7.1.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 1, des mots « d'envoyer » par les mots « de transmettre ».

9. L'article 7.3 de cette instruction générale est modifié, dans le paragraphe 1, par le remplacement des mots « une substitution de placements » par les mots « un échange ».

10. L'article 7.4 de cette instruction générale est remplacé par le suivant :

**« 7.4. Transmission de matériel non pédagogique**

Le règlement et les formulaires qui s'y rattachent ne contiennent aucune restriction concernant la transmission de matériel non pédagogique, comme des brochures promotionnelles, avec le prospectus simplifié et la notice annuelle. Ce type de matériel peut donc être transmis, mais il ne peut être inclus dans le prospectus simplifié ni dans la notice annuelle, attaché à ces documents, y compris sous forme de chemise, ou relié avec eux. Le règlement ne permet pas de relier du matériel pédagogique et non pédagogique avec l'aperçu du fonds, afin de ne pas encombrer inutilement l'aperçu du fond d'autres documents. ».

**RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 81-102 SUR LES ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF**

Loi sur les valeurs mobilières  
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 8° et 11°)

1. L'article 2.7 du Règlement 81-102 sur les organismes de placement collectif est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 2, des mots « dette de rang équivalent » par les mots « créance de rang équivalent ».

2. L'article 5.6 de ce règlement est modifié, dans le sous-paragraphe *f* du paragraphe 1 :

1° par le remplacement, dans la disposition *i*, des mots « fonds commun de placement » par les mots « organisme de placement collectif »;

2° par le remplacement de la disposition *ii* par la suivante :

« *ii*) le dernier aperçu du fonds déposé qui se rapporte à l'OPC qui succédera à l'OPC faisant l'objet de la restructuration; ».

3. L'article 5.7 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans les sous-paragraphe *a* et *b* du paragraphe 2 et dans le sous-paragraphe *a* du paragraphe 3, des mots « siège social » par le mot « siège ».

4. L'article 18.2 de ce règlement est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 1, des mots « siège social » par le mot « siège ».

5. Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

## Draft Regulations

Securities Act

(R.S.Q. c. V-1.1, s. 331.1, pars. (1), (2), (3), (6), (8), (11), (14) and (34), and s. 331.2)

### Regulation to amend Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure and concordant regulation

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, R.S.Q. c. V-1.1, the following Regulations, the texts of which are published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 77 days have elapsed since their publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation to amend Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure.*

Draft amendments to the following regulation is also published hereunder :

- *Regulation to amend Regulation 81-102 respecting Mutual Funds.*

Draft amendments to the following policy statement is also published hereunder :

- *Amendments to Policy Statement to Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure*

### Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **September 6, 2012**, to the following:

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

## Further information

Further information is available from:

Hugo Lacroix  
Senior Analyst, Investment Funds Branch  
Autorité des marchés financiers  
Phone: 514-395-0337, ext. 4476  
Toll-free: 1 877 525-0337  
Email: [hugo.lacroix@lautorite.qc.ca](mailto:hugo.lacroix@lautorite.qc.ca)

Chantal Leclerc  
Lawyer / Senior policy advisor  
Autorité des marchés financiers  
Phone: 514 395-0337, ext. 4463  
Toll-free: 1 877 525-0337  
Email: [Chantal.Leclerc@lautorite.qc.ca](mailto:Chantal.Leclerc@lautorite.qc.ca)

**June 21, 2012**

**NOTICE AND REQUEST FOR COMMENT**

**IMPLEMENTATION OF STAGE 2 OF  
POINT OF SALE DISCLOSURE FOR MUTUAL FUNDS**

**DRAFT AMENDMENTS TO  
REGULATION 81-101 RESPECTING MUTUAL FUND PROSPECTUS DISCLOSURE,  
FORM 81-101F3 AND POLICY STATEMENT TO REGULATION 81-101 RESPECTING  
MUTUAL FUND PROSPECTUS DISCLOSURE AND CONSEQUENTIAL  
AMENDMENTS  
(2<sup>nd</sup> PUBLICATION)**

**June 21, 2012**

**Introduction**

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) are publishing for second comment changes to draft amendments to *Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure* (the Regulation or Regulation 81-101), including Form 81-101F3 (the Form) and Policy Statement 81-101 (the Policy Statement). We refer to the draft amendments to the Regulation, the Form and the Policy Statement together as the Draft Amendments.

A prior version of the draft amendments to the Regulation, the Form and the Policy Statement, together with consequential amendments, was published by the CSA on August 12, 2011 (the 2011 Proposal). The 2011 Proposal sets out proposed Stage 2 of the CSA's implementation of the point of sale disclosure framework (the Framework), published in October 2008 by the CSA and the Canadian Council of Insurance Regulators, as members of the Joint Forum of Financial Market Regulators (the Joint Forum)<sup>1</sup>. The Fund Facts document (the Fund Facts) is central to the Framework.

Stage 2 will require delivery of the Fund Facts within two days of buying a mutual fund. It will also permit the delivery of the Fund Facts to satisfy the prospectus delivery requirements under securities legislation. Although delivery of the simplified prospectus will no longer be required, it will continue to be available to investors upon request.

The changes made to the 2011 Proposal are in response to stakeholder feedback, particularly investor advocates, and focus primarily on the presentation of risk in the Fund Facts. A sample Fund Facts with the proposed changes is set out in Appendix A to this Notice. Appendix B sets out the key changes we have made to the 2011 Proposal.

Concurrently with the publication of the Draft Amendments, the CSA will test the proposed changes to the Fund Facts with investors which will inform any changes we make to the Fund Facts.

We will also continue to consider mandating a CSA risk classification methodology to identify a

<sup>1</sup> The goal of the Joint Forum is to continuously improve the financial services regulatory system through greater harmonization, simplification and co-ordination of regulatory activities. Under the framework, investors would receive more meaningful information about a mutual fund or segregated fund at a time that is relevant to their investment decision.

mutual fund's risk level on the scale prescribed in the Fund Facts. The CSA will publish for comment any proposed requirements that would prescribe a risk classification methodology for mutual funds.

The text of the Draft Amendments is published with this Notice and is available on the websites of members of the CSA, together with proposed consequential amendments to:

- *Regulation 81-102 respecting Mutual Funds* (Regulation 81-102);
- Form 81-101F1 *Contents of Simplified Prospectus*; and
- Form 81-101F2 *Contents of Annual Information Form*.

We expect the Draft Amendments and consequential amendments to be adopted in each jurisdiction of Canada, following the satisfaction of applicable Ministerial approval requirements. In some jurisdictions, legislative amendments may need to be sought and enacted prior to implementing the Draft Amendments and consequential amendments.

## Background

On June 16, 2010, the CSA published CSA Staff Notice 81-319 *Status Report on the Implementation of Point of Sale Disclosure for Mutual Funds*, which outlined the CSA's decision to implement the Framework in three stages.

Stage 1 was completed on January 1, 2011 when amendments to Regulation 81-101 came into force. These amendments, published on October 6, 2010, require mutual funds subject to Regulation 81-101 to produce and file a Fund Facts and make it available on the mutual fund's or mutual fund manager's website. The Fund Facts must also be delivered or sent to investors free of charge upon request.

Stage 2, now underway, proposes amendments to Regulation 81-101 to allow delivery of the Fund Facts to satisfy the prospectus delivery requirements under securities legislation to deliver a prospectus within two days of buying a mutual fund.

In Stage 3, the CSA will publish for further comment any proposed requirements that would implement point of sale delivery for mutual funds. As part of Stage 3, we will consider the applicability of a summary disclosure document and point of sale delivery for other types of publicly offered investment funds.

You can find additional background information and other Joint Forum publications on the topic of point of sale disclosure for mutual funds and segregated funds on the Joint Forum website at [www.jointforum.ca](http://www.jointforum.ca) and on the websites of members of the CSA.

## Substance and Purpose of the Draft Amendments

We know that many investors do not use the information in the simplified prospectus because they have trouble finding and understanding the information they need. Research on investor preferences for mutual fund information, including our own testing of the Fund Facts, indicates

investors prefer to be offered a concise summary of key information.<sup>2</sup> Financial literacy research further reinforces the need for clear and simple disclosure.

The CSA designed the Fund Facts to make it easier for investors to find and use key information. It is in plain language, no more than two pages double-sided and highlights key information important to investors. The format provides investors with basic information about the mutual fund, followed by a concise explanation of mutual fund expenses and fees, dealer compensation and the investor's rights. Introductory text specifies that more detailed information about the mutual fund is available in its simplified prospectus.

The Draft Amendments are an important step in the implementation of this investor-focused initiative. Investors will be able to review key information about the potential benefits, risks and costs of investing in a mutual fund in an accessible format at a time that is relevant to their investment decision. We also think familiarity with the Fund Facts may assist investors in their decision-making process and in discussions with dealer representatives, and highlight for investors where they can find further information about the mutual fund.

### **Changes to the 2011 Proposal**

We received 12 comment letters on the 2011 Proposal. Copies of the comment letters have been posted on the Ontario Securities Commission website at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca). Copies are also available from any CSA member. You can find the names of the commenters and a summary of the comments and our responses in Appendix C to this Notice.

We have considered all of the comments. In response to the comments, the CSA have proposed a number of changes to the presentation of risk in the Fund Facts to enhance the current disclosure. For illustrative purposes, a sample Fund Facts with the proposed changes is set out in Appendix A to this Notice.

Concurrently with the publication, the CSA will test the Fund Facts with investors to better inform our decision on what changes to make.

### **Summary of the Draft Amendments**

You can find a summary of the key changes we made to the 2011 Proposal set out in Appendix B to this Notice. As indicated, the key changes we have made to the Draft Amendments relate to the content of the Fund Facts, notably, the presentation of risk.

Appendix B to this Notice also raises some specific issues for comment related to the changes.

---

<sup>2</sup> You can find a list of the research, studies and other sources that the Joint Forum reviewed and relied on in developing the point of sale disclosure framework in Appendix 4 to the proposed framework (the proposed Framework), published in June 2007. The proposed Framework is available on the Joint Forum website and on the websites of members of the CSA. The *Fund Facts Document Research Report* prepared by Research Strategy Group can be found in Appendix 5 to the proposed Framework.

## **Alternatives Considered**

The earlier publications by the Joint Forum outlined the alternatives we considered, as members of the Joint Forum, in developing the point of sale disclosure regime for mutual funds contemplated by the Draft Amendments. These publications also set out the pros and cons to each alternative. You can find these documents on the Joint Forum website and on the websites of members of the CSA.

## **Anticipated Costs and Benefits**

The earlier publications by the Joint Forum and CSA outlined some of the anticipated costs and benefits of implementation of the point of sale disclosure regime for mutual funds contemplated by the Framework. We consider these costs and benefits to still be valid. Overall, we continue to believe that the potential benefits of the changes to the disclosure regime for mutual funds as contemplated by the Draft Amendments are proportionate to the costs of making them.

You can find these documents on the Joint Forum website and on the websites of members of the CSA.

## **Consequential Amendments**

### **National amendments**

Draft Amendments to Regulation 81-102 are published with this Notice.

### **Local amendments**

Elements of local securities legislation may need to be amended in conjunction with the implementation of the Draft Amendments. The provincial and territorial securities regulatory authorities may publish these proposed local amendments separately in their jurisdictions. These local changes may be to rules/regulations or to statutes. If statutory amendments are necessary in a jurisdiction, these changes will be initiated and published by the local provincial government.

Proposed consequential amendments to rules or regulations in a particular jurisdiction or publication requirements of a particular jurisdiction are in an annex to this Notice published in that particular jurisdiction.

Some jurisdictions may need to modify the application of the Draft Amendments using a local implementing rule. Jurisdictions that must do so will separately publish the implementing rule.

## **Unpublished Materials**

In developing the Draft Amendments and consequential amendments, we have not relied on any significant unpublished study, report or other written materials.

## Request for Comments

We would like your input on the Draft Amendments and consequential amendments. We have raised specific issues for comment in Appendix B to this Notice. We also welcome your comments on other aspects of the Draft Amendments.

## Deadline for Comments

Your comments must be submitted in writing by **September 6, 2012**.

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period. All comments will be posted on the OSC website at [www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca).

Please send your comments electronically in Word, Windows format.

## Where to Send Your Comments

Please address your comments to the following CSA members:

British Columbia Securities Commission  
 Alberta Securities Commission  
 Saskatchewan Financial Services Commission  
 Manitoba Securities Commission  
 Ontario Securities Commission  
 Autorité des marchés financiers  
 New Brunswick Securities Commission  
 Registrar of Securities, Prince Edward Island  
 Nova Scotia Securities Commission  
 Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador  
 Superintendent of Securities, Northwest Territories  
 Superintendent of Securities, Yukon  
 Superintendent of Securities, Nunavut

Please send your comments **only** to the addresses below. Your comments will be forwarded to the other CSA members.

The Secretary  
 Ontario Securities Commission  
 20 Queen Street West  
 19th Floor, Box 55  
 Toronto, Ontario M5H 3S8  
 Fax: 416-593-2318  
 Email: [comments@osc.gov.on.ca](mailto:comments@osc.gov.on.ca)

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

## Questions

Please refer your questions to any of the following CSA staff:

Christopher Birchall  
Senior Securities Analyst  
Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
Phone: 604-899-6722  
E-mail: [cbirchall@bcsc.bc.ca](mailto:cbirchall@bcsc.bc.ca)

Bob Bouchard  
Director and Chief Administration Officer  
Manitoba Securities Commission  
Phone: 204-945-2555  
E-mail: [Bob.Bouchard@gov.mb.ca](mailto:Bob.Bouchard@gov.mb.ca)

Rhonda Goldberg  
Director, Investment Funds Branch  
Ontario Securities Commission  
Phone: 416-593-3682  
Email: [rgoldberg@osc.gov.on.ca](mailto:rgoldberg@osc.gov.on.ca)

George Hungerford  
Senior Legal Counsel, Legal Services, Corporate Finance  
British Columbia Securities Commission  
Phone: 604-899-6690  
Email: [ghungerford@bcsc.bc.ca](mailto:ghungerford@bcsc.bc.ca)

Ian Kerr  
Senior Legal Counsel, Corporate Finance  
Alberta Securities Commission  
Phone: 403-297-4225  
E-mail: [Ian.Kerr@asc.ca](mailto:Ian.Kerr@asc.ca)

Hugo Lacroix  
Senior Analyst, Investment Funds Branch  
Autorité des marchés financiers  
Phone: 514-395-0337, ext. 4476  
Email: hugo.lacroix@lautorite.qc.ca

Agnes Lau  
Senior Advisor - Technical & Projects, Corporate Finance  
Alberta Securities Commission  
Phone: 403.297.8049  
Email: Agnes.Lau@asc.ca

Chantal Leclerc  
Lawyer / Senior policy advisor  
Autorité des marchés financiers  
Phone: 514 395-0337, ext. 4463  
Email: Chantal.Leclerc@lautorite.qc.ca

Irene Lee  
Legal Counsel, Investment Funds Branch  
Ontario Securities Commission  
Phone: 416-593-3668  
E-mail: ilee@osc.gov.on.ca

Stephen Paglia  
Senior Legal Counsel, Investment Funds Branch  
Ontario Securities Commission  
Phone: 416-593-2393  
E-mail: spaglia@osc.gov.on.ca

The text of the Draft Amendments and consequential amendments is published with this Notice and is available on the websites of members of the CSA:



# FUND FACTS

## XYZ Canadian Equity Fund – Series B

June 30, 20XX

Fund Code: XYZ123

This document contains key information you should know about XYZ Canadian Equity Fund. You can find more details in the fund's simplified prospectus. Ask your dealer representative for a copy, contact XYZ Mutual Funds at 1-800-555-5556 or [investing@xyzfunds.com](mailto:investing@xyzfunds.com), or visit [www.xyzfunds.com](http://www.xyzfunds.com).

### Quick facts

<b>Date series started:</b>	March, 31, 2000	<b>Fund manager:</b>	XYZ Mutual Funds
<b>Date fund started:</b>	January 1, 1996	<b>Portfolio manager:</b>	Capital Asset Management Ltd.
<b>Total value of series on June 1, 20XX:</b>	\$350 million	<b>Distributions:</b>	Annually, on December 15
<b>Total value of fund on June 1, 20XX:</b>	\$1 billion	<b>Minimum investment:</b>	\$500 initial, \$50 additional
<b>Management expense ratio (MER):</b>	2.25%		

### What does this fund invest in?

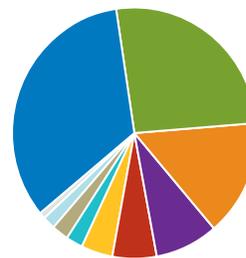
The fund invests in Canadian companies. They can be of any size and from any industry. The charts below give you a snapshot of the fund's investments on June 1, 20XX. The fund's investments will change.

#### Top 10 investments (June 1, 20XX)

1. Royal Bank of Canada	7.5%
2. Toronto-Dominion Bank	7.1%
3. Canadian Natural Resources	5.8%
4. The Bank of Nova Scotia	4.1%
5. Cenovus Energy Inc.	3.7%
6. Suncor Energy Inc.	3.2%
7. Enbridge Inc.	3.1%
8. Canadian Imperial Bank of Commerce	2.9%
9. Manulife Financial Corporation	2.7%
10. Canadian National Railway Company	1.9%

**The top 10 investments make up 42% of the fund.**  
**Total number of investments** 93

#### Investment mix (June 1, 20XX)



#### Industry

Financial services	34.0%
Energy	26.6%
Industrial goods	16.5%
Business services	6.4%
Telecommunication	5.9%
Hardware	3.7%
Healthcare services	2.3%
Consumer services	2.1%
Media	1.9%
Consumer goods	0.6%

### ! What are the risks of this fund?

All investments involve risks. Understanding those risks can help you choose the right fund for you.

**Investment risk.** When you invest in a fund, the value of your investment can go down as well as up. In some cases, you may see large changes in value. These changes can happen quickly.

XYZ Mutual Funds is required to rate the level of risk of its funds. The scale ranges from Low to High based on how the fund is invested and the level of risk and return involved. In most cases, a lower rating means lower risk and lower returns, with a lower chance of losses. A higher rating generally means higher risk and higher returns, with a greater chance of losing money.



**The risk category shown is not fixed and may change over time.**  
**The lowest category does not mean there is no risk. A fund that is rated on the low end of the risk scale can still lose money.**

**Other specific risks.** To understand risk better, you may also want to look at the specific risks for this fund and how they could affect its value. XYZ Mutual Funds has identified these top risk factors for the fund:

- **Active Management Risk**
- **Equity Risk**
- **Specialization Risk**

For a full list of this fund's risk factors and details about them, see the Risk section of the fund's simplified prospectus.

## How has the fund performed?

This chart shows you:

- how the fund has performed over the past 10 years
- how the fund's return compares to the return of a one-year Guaranteed Investment Certificate (GIC). GIC data is from the Bank of Canada.



### Notes:

- This chart does not tell you how the fund or GIC will perform in the future.
- Since the fund holds investments that are riskier than a GIC, it may have a higher return in some years and lose money in others.
- The fund's returns are after expenses have been deducted.
- Your actual after-tax return will depend on your personal tax situation.

### Things you should know:

#### a) Worst return

The fund dropped in value in 3 of the last 10 years.

The worst quarterly return (3 months) of the fund since its start date was a drop in value of -24.7% in the 3-month period ending November 30, 2008. If you had invested \$1,000 in the fund at the start of this period, your investment would have dropped to \$753 after 3 months.

#### b) Average return

In the last 10 years, the fund generated an annual compounded return of 6.8%. This means if you had invested \$1,000 in the fund 10 years ago, your investment would now be worth \$1,930.

In comparison, the annual compounded return of a GIC, for the same period, was 1.6%. If you had invested \$1,000 in a one-year GIC 10 years ago and kept reinvesting the maturity amount from one year to the next, you would now have \$1,172.

## Are there any guarantees?

Like most mutual funds, this fund doesn't have any guarantees. You may not get back the amount of money you invest.

## Who is this fund for?

### Investors who:

- are looking for a long-term investment
- want to invest in a broad range of Canadian companies
- can handle the ups and downs of the stock market.

**!** Don't buy this fund if you need a steady source of income from your investment.

**Before you invest in any fund, you should consider how it would work with your other investments and your tolerance for risk.**

## A word about tax

In general, you'll have to pay income tax on any money you make on a fund. How much you pay depends on the tax laws where you live and whether or not you hold the fund in a registered plan, such as a Registered Retirement Savings Plan or a Tax-Free Savings Account.

Keep in mind that if you hold your fund in a non-registered account, fund distributions are included in your taxable income, whether you get them in cash or have them reinvested.

## How much does it cost?

The following tables show the fees and expenses you could pay to buy, own and sell Series B units of the fund. The fees and expenses are different for each series. Ask about other series that may be suitable for you.

### 1. Sales charges

You have to choose a sales charge option when you buy the fund. Ask about the pros and cons of each option.

Sales charge option	What you pay		How it works
	in per cent (%)	in dollars (\$)	
<b>Initial sales charge</b>	0% to 4% of the amount you buy	\$0 to \$40 on every \$1,000 you buy	<ul style="list-style-type: none"> <li>You and your dealer representative decide on the rate.</li> <li>The initial sales charge is deducted from the amount you buy. It goes to your dealer as a commission.</li> </ul>
<b>Deferred sales charge</b>	<b>If you sell within:</b> 1 year of buying 6.0% 2 years of buying 5.0% 3 years of buying 4.0% 4 years of buying 3.0% 5 years of buying 2.0% 6 years of buying 1.0% After 6 years nothing	\$0 to \$60 on every \$1,000 you sell	<ul style="list-style-type: none"> <li>The deferred sales charge is a set rate. It is deducted from the amount you sell.</li> <li>When you buy the fund, XYZ Mutual Funds pays your dealer a commission of 4.9%. Any deferred sales charge you pay goes to XYZ Mutual Funds.</li> <li>You can sell up to 10% of your units each year without paying a deferred sales charge.</li> <li>You can switch to Series B units of other XYZ Mutual Funds at any time without paying a deferred sales charge. The deferred sales charge schedule will be based on the date you bought the first fund.</li> </ul>

### 2. Fund expenses

You don't pay these expenses directly. They affect you because they reduce the fund's returns.

As of March 31, 20XX, the fund's expenses were 2.30% of its value. This equals \$23 for every \$1,000 invested.

#### Annual rate (as a % of the fund's value)

#### Management expense ratio (MER)

This is the total of the fund's management fee and operating expenses.

XYZ Mutual Funds waived some of the fund's expenses.

If it had not done so, the MER would have been higher.

2.25%

#### Trading expense ratio (TER)

These are the fund's trading costs.

0.05%

#### Fund expenses

2.30%

#### Trailing commission

XYZ Mutual Funds pays your dealer a trailing commission for as long as you own the fund. The trailing commission is paid out of the management fee. It is for the services and advice that your dealer provides to you. The rate depends on the sales charge option you choose:

- **Initial sales charge** – up to 1.0% of the value of your investment each year. This equals \$10 each year for every \$1,000 invested.
- **Deferred sales charge** – up to 0.50% of the value of your investment each year. This equals \$5 each year for \$1,000 invested.

These trailing commission payments may create a conflict of interest by influencing the dealer or its representatives to recommend the fund over another investment. Ask your dealer representative for more information.

## How much does it cost? cont'd

### 3. Other fees

You may have to pay other fees when you buy, hold, sell or switch units of the fund.

Fees	What you pay
Short-term trading fee	1% of the value of units you sell or switch within 90 days of buying them. This fee goes to the fund.
Switch fee	Your dealer may charge you up to 2% of the value of units you switch to another XYZ Mutual Fund.
Change fee	Your dealer may charge you up to 2% of the value of units you switch to another series of the fund.

### What if I change my mind?

Under securities law in some provinces and territories, you have the right to:

- withdraw from an agreement to buy mutual fund units within two business days after you receive a fund facts document or
- cancel your purchase within 48 hours after you receive confirmation of the purchase.

In some provinces and territories, you also have the right to cancel a purchase, or in some jurisdictions, claim damages, if the simplified prospectus, annual information form, fund facts document or financial statements contain a misrepresentation. You must act within the time limit set by the securities law in your province or territory.

For more information, see the securities law of your province or territory or ask a lawyer.

### For more information

Contact XYZ Mutual Funds or your dealer representative for a copy of the fund's simplified prospectus and other disclosure documents. These documents and the fund facts make up the fund's legal documents.

XYZ Mutual Funds  
123 Asset Allocation St.  
Toronto, ON M1A 2B3

Phone: (416) 555-5555  
Toll-free: 1-800-555-5556  
Email: [investing@xyzfunds.com](mailto:investing@xyzfunds.com)  
[www.xyzfunds.com](http://www.xyzfunds.com)

To learn more about investing in mutual funds please see the brochure **Understanding mutual funds** which is available on the website of the Canadian Securities Administrators at [www.securities-administrators.ca](http://www.securities-administrators.ca)

## Appendix B

### Summary of Changes to the 2011 Proposal and Issues for Comment

This appendix describes the key changes we made to the 2011 Proposal and raises specific issues for comment in text boxes related to specific changes. Many of the changes respond to investor advocate comments relating to the presentation of risk in the Fund Facts.

#### Fund Facts

##### Content

We have made a number of revisions to the content of the Fund Facts. The changes respond to investor advocate comments to provide greater detail or clarity to the disclosure, specifically regarding the presentation of risk and performance. The changes include the following:

- We permitted all recognized and publicly available identification codes for the class or series of the mutual fund to be disclosed on the top of the first page.
- We improved the Quick Facts by adding background on the history and relative size of the class or series of the mutual fund. For example, we created separate headings for the “Date fund started” and “Date class/series started”.
- We added the percentage of each holding to the list of Top 10 investments to provide a greater sense of the fund’s concentration risk in a particular investment.
- We mandated stronger warning language about the risks of investing in mutual funds.
- We included an explanation of the risk scale and the relationship between risk and losses (i.e. higher returns typically result in greater chances of losses).

**Feedback Sought:**

1. The proposed explanatory text included above the risk scale is based on the assumption that fund managers use risk classification methodologies based on measures of market volatility, such as standard deviation.

We seek feedback on whether the proposed text will assist investors in understanding how to interpret the risk scale in the Fund Facts, and whether the explanation is compatible with the risk classification methodologies used by fund managers.

- We added a requirement to include a list of no more than four main risks of the fund, while continuing to direct investors to the simplified prospectus for a more detailed discussion of a fund's specific risks.

**Feedback Sought:**

2. The intent of the proposed requirement to list the fund's main risks under the heading "What are the risks of this fund?" is to highlight for investors some of the specific risk factors that may impact the fund's returns. In an effort to avoid lengthy boilerplate disclosure, we are proposing to limit the list to no more than four risk factors, as identified by the fund manager, and to not allow any narrative description of those risks.

We seek feedback on whether the proposed inclusion of the fund's main risks will assist investors in better understanding the risks associated with investing in the fund. If we were to allow narrative descriptions of each risk factor, we invite feedback on how we could ensure that such descriptions convey meaningful information to investors while remaining short, simple and in plain language.

- We added a comparison to the mutual fund's performance with a lower risk investment, specifically the one-year Guaranteed Investment Certificate (GIC).

**Feedback Sought:**

3. We are proposing to compare the fund's performance to a benchmark of a one-year GIC, to assist investors in assessing the performance of the fund relative to its associated risk. This comparison is intended to highlight the risk of investing in a fund by illustrating how a fund may have a higher return than a GIC in some years, but its return will generally vary from year to year and may sometimes lose money.

We seek feedback as to whether there are other appropriate benchmarks to illustrate this comparison.

- We added the worst 3 month return to the performance section to better inform investors about the possible loss of investing in the fund.
- We added a requirement to confirm whether trailing commissions are paid. We also added disclosure regarding the potential conflicts arising from the payment of trailing commissions.
- We permitted greater flexibility to include disclosure regarding a material change or a proposed fundamental change, such as a proposed merger.
- We extended the time frame for certain information disclosed in the Fund Facts from 30 days to 45 days to allow greater flexibility in complying with the disclosure requirements.

- We added a cross-reference to the brochure “Understanding mutual funds” which is available on the website of the Canadian Securities Administrators at [www.securities-administrators.ca](http://www.securities-administrators.ca).

### **Binding**

We made several revisions to reflect comments received. The changes include the following:

- We revised the list of documents which may be attached to, or bound with, the Fund Facts to include a cover page, account application documents and registered tax plan documents. We have also updated the order of documents attached to, or bound with, the Fund Facts.
- We replaced the term “trade confirmation” with “transaction confirmation” to more accurately reflect current business practices.
- We have repealed the list of documents which may be attached to, or bound with, the simplified prospectus (section 5.1(3) of Regulation 81-101).

### **Effective Date**

- We have added a six month transition period from the date the regulation comes into force.

#### **Feedback Sought:**

4. To implement Stage 2 in a reasonable time period, we are considering a six month transition period to allow for the implementation of systems to facilitate the delivery of the Fund Facts. This will also allow for necessary changes to be made to the Fund Facts template. It is the CSA’s expectation that systems development to contemplate the delivery of Fund Facts will begin now.

We also are considering whether to require the Fund Facts be amended to include the proposed changes to the Fund Facts prior to the expiry of the transition period. Alternatively, we could allow existing mutual funds to amend the Fund Facts at the earlier of an amendment to the mutual fund or the filing of its pro forma prospectus.

We seek feedback on our proposed approach to implementation.

## Appendix C

**SUMMARY OF PUBLIC COMMENTS ON  
IMPLEMENTATION OF STAGE 2 OF POINT OF SALE (POS) DISCLOSURE FOR MUTUAL FUNDS**

<b>Table of Contents</b>	
<b>PART</b>	<b>TITLE</b>
<b>Part 1</b>	<b>Background</b>
<b>Part 2</b>	<b>Comments on the Stage 2 Amendments</b>
<b>Part 3</b>	<b>Comments on the Fund Facts</b>
<b>Part 4</b>	<b>Other comments</b>
<b>Part 5</b>	<b>List of commenters</b>

**Part 1 – Background****Summary of Comments**

On August 12, 2011, the Canadian Securities Administrators (CSA) published *Implementation of Stage 2 of Point of Sale (POS) Disclosure for Mutual Funds*, which proposed amendments to *Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure* (Regulation 81-101), Form 81-101F3 (the Form), *Policy Statement to Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure* (the Policy Statement) and *Regulation 81-102 respecting Mutual Funds* (Regulation 81-102) (Regulation 81-101, Form, the Policy Statement and Regulation 81-102, collectively, the Stage 2 Amendments). The comment period expired on November 10, 2011. We received submissions from 12 commenters, which are listed in Part 5 of this document.

We thank everyone who took the time to prepare and submit comment letters. This document contains a summary of the comments and the CSA's responses.

**Part 2 – Comments on Stage 2 Amendments**

<b><u>Issue</u></b>	<b><u>Comments</u></b>	<b><u>Responses</u></b>
<i>Comments on delivery of the Fund</i>	<i>Support for delivery of Fund Facts instead of SP</i>	

<p><b><i>Facts instead of the SP</i></b></p>	<p>Both investor advocate and industry commenters conveyed their support for the Stage 2 Amendments and the POS project for the following reasons:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>investors can understand the Fund Facts document (the <b>Fund Facts</b>) more easily than the simplified prospectus (the <b>SP</b>) because it is simple and contains key information to assist investors in making an informed investment decision;</li> <li>the Fund Facts will be provided in a timely fashion and in an accessible format;</li> <li>the Fund Facts assists investors in comparing funds.</li> </ul> <p>However, investor advocate commenters told us that the Fund Facts needs further refinement, in areas such as risk and cost disclosure, before proceeding with delivery in place of the SP.</p> <p><b><i>Opposition to delivery of Fund Facts instead of SP</i></b></p> <p>We were told that the Fund Facts cannot replace the SP or other disclosure documents that provide valuable information about investment funds, and will not address the problem of information asymmetry between industry and investors.</p> <p>Removing the requirement to deliver the SP, said one investor advocate commenter, is a major policy change particularly since the Fund Facts is not required under securities legislation to provide full, true and plain</p>	<p>We appreciate the feedback from commenters.</p> <p>The CSA remains committed to delivery of the Fund Facts. We think that the disclosure in the Fund Facts provides investors with the opportunity to make more informed investment decisions by giving them access to key information about a mutual fund, in language they can easily understand, at a time that is relevant to their investment decision.</p> <p>However, in response to investor advocate feedback we are proposing a number of changes to the risk and performance</p>
--	--	--

	disclosure of all material facts.	<p>disclosure in the Fund Facts. For more information, please see the responses to the sections entitled “How has the fund performed” and “How much does it cost?”.</p> <p>While we continue to view the SP as a valuable disclosure document, we know that investors do not read the SP. Research on investor preferences for mutual fund information, including our own testing of the Fund Facts, indicates investors prefer a concise summary of key information. The CSA designed the Fund Facts to make it easier for investors to access and use key information.</p> <p>For more information on our investor research, please see the <i>Fund Facts Document Research Report</i> prepared by Research Strategy Group in Appendix 5 to Proposed Framework 81-406 <i>Point of Sale Disclosure for Mutual Funds and Segregated Funds</i> published by the Joint Forum on June 15, 2007 (the Initial Framework) on the OSC website.</p> <p>We note that the SP continues to be available to investors free of charge upon request and on SEDAR.</p>
<b><i>Binding (s. 5.1.1 of Regulation 81-101)</i></b>	<p><b><i>Flexibility in binding documents to the Fund Facts</i></b></p> <p>Several industry commenters view the binding provisions to be restrictive and argue that flexibility is critical to achieving efficiencies in delivering accessible materials to investors.</p> <p>One of these commenters requested flexibility to bind the Fund Facts with other Fund Facts for funds that the dealer wishes the client to consider purchasing in the relatively near future.</p>	<p>The CSA continues to support restricting the documents which may be attached to, or bound with, the Fund Facts. We remain committed to providing investors with key information in an accessible format. Permitting extraneous documents to be attached to, or bound with, the Fund Facts detracts from this goal. However, in response to comments, we are permitting increased flexibility to bind the Fund Facts with account application documents and registered tax plan documents.</p>

	<p>In contrast, an investor advocate commenter argued that the proposed binding restrictions are too flexible, and questioned whether promotional and non-educational material should be delivered to investors with legal disclosure materials. Said this commenter, a separate folder, staple, or clip may not make a meaningful difference to how investors process information in formulating their investment decisions.</p> <p><b><i>Including transaction confirmations in section 5.1.1</i></b></p> <p>A few industry commenters requested expanding section 5.1.1(1)(1) to include “transaction confirmations” (i.e. purchase <i>and</i> sale confirmations) for the following reasons:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• currently confirmations for sale, purchase and switch transactions are consolidated and printed on the same sheet of paper and bound together with required supporting documents – therefore permitting binding of the three transaction types will be consistent with current practices;</li> <li>• failure to expand the binding provision will have a significant impact on dealers that use “statement style” transaction confirmation layout and those that use transaction confirmation consolidation; and</li> <li>• binding restrictions will negatively impact the investor experience because they will receive multiple mailings for transactions processed on the same day.</li> </ul>	<p>We have revised the requirement to capture transaction confirmations. If the transaction confirmation is attached to, or bound with, the Fund Facts, any required disclosure document that relates to a transaction listed in the transaction confirmation may also be attached to, or bound with, the Fund Facts. We expect that this will capture only transactions completed on the same day and will avoid multiple mailings.</p>
--	--	--

	<p>Another commenter recommended deleting subsection 5.1(3) of Regulation 81-101 and importing greater flexibility into proposed section 5.1.1 of Regulation 81-101. We were told that the current interplay of section 5.1(3) and proposed 5.1.1 is confusing since the Fund Facts is a document incorporated by reference into the SP.</p> <p><b><i>Order of bound documents</i></b></p> <p>A commenter sought clarification of whether under section 5.1.1(2) any <i>or all</i> of the front cover, table of contents, and confirmation may be placed before the Fund Facts, if only the confirmation is attached to or bound with the Fund Facts.</p> <p><b><i>Delivery of non-educational material</i></b></p> <p>A few industry commenters sought clarification regarding which educational and non-educational materials may be delivered with the Fund Facts – although not attached to or bound with the Fund Facts. Section 5.1.1 of Regulation 81-101 limits the documents that may be attached to, or bound with the Fund Facts. However, section 7.4 of Policy Statement 81-101 indicates that there are ‘no restrictions’ on delivery of non-educational material with either the SP or AIF, provided that it is not included within, wrapped around or attached or bound to these documents. As a result, the commenters recommend addressing delivery of education material in section 7.4 of Policy Statement 81-101 as the failure to mention them implies that the educational materials may no longer be delivered with the Fund Facts or SP under new section 5.1.1 of the Regulation 81-101.</p>	<p>For greater clarity, we propose to repeal the list of documents in section 5.1(3) because we intend delivery of the Fund Facts to satisfy current prospectus delivery requirements under securities legislation.</p> <p>If another document is attached to, or bound with, the Fund Facts, we propose that a table of contents must be attached to the bound package. No pages may come before the Fund Facts other than the table of contents and the transaction confirmation.</p> <p>For greater clarity, we have revised section 7.4 of Policy Statement 81-101 to indicate that the CSA do not intend educational and non-educational material to be attached to, or bound with, the Fund Facts.</p>
--	--	--

	<p><b><i>Codifying exemptive relief for binding SP sections</i></b></p> <p>One commenter recommended revising section 5.1.1 of Regulation 81-101 to codify existing exemptive relief granted to a service provider to extract the Part A section of an SP and the applicable Part B sections of the SP.</p>	<p>The CSA expects the exemptive relief from the binding provisions to expire upon the implementation of the Stage 2 Amendments, when the Fund Facts will be delivered instead of the SP. This is consistent with the existing sunset provisions in such exemptions.</p>
<b>Transition period</b>	<p>Several industry commenters request a transition period of 12 to 18 months for the Stage 2 Amendments.</p>	<p>We do not propose a lengthy transition period for Stage 2. With the publications of CSA Staff Notices 81-319 and 81-321 and the Stage 2 Amendments in August, 2011, coupled with the granting of relief to over 45 fund managers to permit the early use of the Fund Facts, the CSA do not think a lengthy transition period is necessary.</p>
<b><i>Legislative amendments</i></b>	<p>A few commenters requested a uniform statutory right of withdrawal and rescission to address ambiguity in the existing rights. For greater efficiency, changes to the statutory rights, we were told, should occur with the legislative amendments to implement delivery of the Fund Facts instead of the SP.</p> <p>One commenter asked for clarification on the mechanism for the delivery obligations under the Stage 2 Amendments and withdrawal and rescission rights. Given the investor will not receive the SP, we were asked how the rights of action for misrepresentations will operate if the Fund Facts is delivered instead of the SP and how investors will be informed about this change.</p>	<p>As noted in prior responses to comments, the CSA have concluded not to proceed with a harmonized rescission and withdrawal right at this time. As implementation of the POS project progresses, we may consider this issue further.</p> <p>The withdrawal rights will be triggered with the sending or delivery of the Fund Facts. We have made changes to the “Statement of Rights” section of the Fund Facts to alert investors to this change. Rescission rights remain unchanged and flow from receipt of the trade confirmation and/or failure to deliver the Fund Facts, in accordance with the securities legislation in each CSA jurisdiction, as amended.</p>

<b>Part 3 – Comments on the Fund Facts</b>		
<b><u>Issue</u></b>	<b><u>Comments</u></b>	<b><u>Responses</u></b>
<b><i>Improving clarity and consistency in the Fund Facts</i></b>	<p>An investor advocate commenter noted that the Fund Facts is vague in critical areas such as cost disclosure and investor rights, which undermines the objective to enhance investor understanding of the value, risks, and performance of managed investment products.</p> <p>Another investor advocate commenter requested we use terms set out in <i>Regulation 31-103 respecting Registration Requirements and Exemptions (Regulation 31-103)</i> in the Fund Facts. For example, replacing the term “adviser” with “representative”.</p>	<p>In response to these comments, we have provided greater clarity in specific sections of the Fund Facts. As implementation of the POS project progresses, we may consider further refinements to the Fund Facts. For more information, please see the responses under “What does the fund invest in?” and “How much does it cost?”.</p> <p>We have replaced the term “adviser” with “dealer representative” for consistency with Regulation 31-103.</p>
<b><i>Warning language</i></b>	Consistent with earlier feedback, a commenter again requested we use a more emphatic statement at the beginning of the Fund Facts that emphasizes the SP should be consulted.	The CSA proposes no further changes to the introductory language in the Fund Facts at this time. We note that there is already a reference to consult the SP in the “For more information” section, as well as in the risk section of the Fund Facts.
<b><i>General instructions</i></b>	We were asked to clarify General Instruction 16 to the Form, which states that each Fund Facts start on a new page.	We expect that every Fund Facts start on a new sheet of paper and have made this clarification in General Instruction 16.
<b><i>Quick facts</i></b>	One commenter requested that the heading in the “Quick Facts” should be amended to disclose the date that a particular series or class was established.	We agree with this comment and have made the change. We have also added a separate heading for the date the mutual fund was created, to provide context for investors.
<b><i>What does the fund</i></b>	A commenter asked for additional disclosure of the fund’s	We have revised the “Top 10 investments” section to

<i>invest in?</i>	<p>investment objectives given its importance.</p> <p>This commenter also requested that the “Top 10 investments” section include the percentage of each holding to provide a sense of concentration risk and that the description specify the asset classes invested in by the fund (i.e. stocks, bonds).</p>	<p>require disclosure of the percentage of each holding in the Top 10 list.</p>
<p><i>How has the fund performed?</i></p> <p><i>Inclusion of a benchmark</i></p>	<p><b>Performance</b></p> <p>Two investor advocate commenters requested that this section add a stronger warning about choosing funds based on past performance.</p> <p>One suggested adding wording that past performance is not a useful predictor of future returns.</p> <p>The other commenter suggested adding wording to not expect the fund’s past performance to continue in the future.</p> <p>Still another commenter requested that the Form better articulate whether the performance disclosure requirements apply to the fund or to the class or series of the fund.</p> <p><b>Benchmark</b></p> <p>Three commenters requested we add a benchmark to this section. Benchmarks, we were told, would allow investors to compare the fund’s historical rate of return to the performance of a relevant benchmark or a risk-free rate of return such as GICs or Canadian Government bonds, which would provide context in assessing its historical performance.</p> <p>One of these commenters remarked that benchmarks are essential to providing a framework within which investors</p>	<p>The Fund Facts currently mandates disclosure that states the performance of the fund will not tell an investor how the fund will perform in the future. Accordingly, we do not propose any further changes at this time.</p> <p>Instruction 4 to Item 5 of the Form requires performance data related to the specific class or series in the Fund Facts.</p> <p>In response to this feedback, we have added a comparison to the fund’s performance with a less risky investment, specifically the one-year GIC. We are of the view that adding this comparison may assist investors in assessing the risk-return tradeoff associated with investing in a particular fund. We will be interested in the results of this added disclosure in our testing with investors.</p>

	can assess the relative performance of a given fund, and its associated risk (since different benchmarks will have different levels of risk (i.e. 5 year GIC vs. S&P/TSX Composite Index) and make a more informed financial decision about whether to purchase a fund.	
<b><i>Risk disclosure</i></b>	<p>Several investor advocate commenters raised concerns about the presentation of risk in the Fund Facts, including the following:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• permitting fund managers to select the risk classification level for a fund, results in an inconsistent evaluation of risk;</li> <li>• the description of risk in the Fund Facts is virtually identical to that in the New Account Application Forms (NAAF) and could confuse an investor or his/her salesperson;</li> <li>• many funds are using the risk methodology developed by IFIC, an industry lobby group, and not a methodology developed by regulators with investor consultation;</li> <li>• the IFIC risk methodology measures only volatility risk, calculated as the three-year standard deviation of returns which may not adequately capture the volatility of a particular fund; and</li> <li>• it is difficult for investors to access the SP and understand the risk classification methodology alongside the Fund Facts; as a result, investors will rely disproportionately on the risk classification in</li> </ul>	<p>In response to the concerns raised by investor advocate commenters, we are proposing the changes described below, which we intend to focus test with investors.</p> <p>We are adding stronger warning language about the risks of investing in mutual funds.</p> <p>We are mandating the inclusion of a list of the fund's three to four main risks, while continuing to direct investors to the SP for a more detailed discussion of a fund's specific risks.</p> <p>We are adding an explanation that the risk scale is intended to show market risk and the relationship between risk and losses (i.e. higher returns typically result in greater chances of losses).</p> <p>We are adding the worst 3 month return to the "Performance" section.</p>

	<p>the Fund Facts.</p> <p>These commenters provided some recommendations for improving risk disclosure, including: prescribing a standardized risk methodology to ensure comparability between funds, such as the risk methodology prescribed by the Committee of European Securities Regulators in CESR/10-6739; adding to the performance section of the Fund Facts a specific measure such as the worst monthly, quarterly or annual loss in the previous 10 years; and clarifying the connection between investor suitability and the risk classification level selected in the Fund Facts.</p> <p>Said one of those commenters, the IFIC Volatility Risk Classification Report (the <b>Report</b>) should be made publicly available since it is incorporated by reference into the SP by fund managers.</p>	<p>The CSA is committed to assessing the feasibility of developing a CSA risk methodology to be applied by fund managers in assessing the fund's risk on the scale in the Fund Facts. This work is currently underway. As an interim step, we are proposing to maintain the existing Fund Facts risk scale with the additional disclosure described above, which we think responds to the feedback we have received.</p> <p>The CSA expects fund managers to make the Report available upon request.</p>
<i><b>A word about tax</b></i>	<p>Consistent with recent prospectus reviews, one commenter requested amending the prescribed wording for the "A word about tax" section to include more specifics regarding the tax implications of holding securities of a fund.</p>	<p>We propose no change. The CSA considers the Form to be flexible enough to allow such additional information.</p>
<i><b>How much does it cost?</b></i>	<p>We were asked by an investor advocate commenter to better clarify the impact of fees on investor returns. Also, other fees such as switch fees, change fees, and trailing commissions, said this commenter, are presented as potential, rather than actual costs to the investor. If the fees are discretionary, then this should also be clearly stated. The disclosure of other information, such as foreign exchange hedging policies, should also be considered.</p> <p>Added another investor advocate commenter, the cost disclosure should clearly indicate whether or not the</p>	<p>We have considered these comments and in response, have added the following statement regarding commissions:</p> <p><i>"These trailing commission payments may create a conflict of interest by influencing the dealer or its representatives to recommend the fund over another investment. Ask your dealer representative for more information."</i></p> <p>We have also proposed that the Fund Facts disclose</p>

	<p>salesperson will earn a commission from selling the fund.</p> <p><b><i>Fee based arrangements</i></b></p> <p>Two commenters expressed concerns with proposed changes to Instruction (2) to Item 1.4 of Part II of the Form. They noted that fund companies typically have no control over the fees charged by third-party dealers for fee-based arrangements, and may not know the range of some fees. These commenters suggested that the scope of the required disclosure should be limited to management fees or other fees charged by a mutual fund or its manager, and that the required disclosure should not apply to fee-based arrangements.</p> <p>One of these commenters also asked for clarification of the scope of the requirement to disclose all fees and expenses payable directly by the investor when buying, holding, selling or switching units or shares of the mutual fund. For example, whether all possible expenses currently referred to in the SP (such as NSF charges, wire transaction charges) are required under the proposed language in Instruction (1) to Item 1.4 of Part II of the Form. This commenter also sought clarification of whether a fixed administration fee in lieu of all or a portion of a mutual fund's operating expenses should be disclosed in "Other fees" or whether the disclosure should be in "Fund expenses" (Item 1.3(4) of Part II of the Form).</p>	<p>whether trailing commissions are paid to dealers.</p> <p>We note that if foreign currency hedging is a fundamental feature of a fund, we expect this feature to be disclosed in the "What does the fund invest in?" section and listed as a critical risk in the Risk section.</p> <p>The CSA thinks disclosure of the existence of fee-based arrangements is important for investors. As the Fund Facts is filed on a class or series basis, it is important to clarify whether the particular class or series is intended for fee-based arrangements.</p> <p>The CSA does not expect all possible expenses listed in the SP to be disclosed under "Other fees". Rather, the key fees and expenses required to hold the securities of the class or series should be disclosed, as set out in Instruction 1 to Item 1.4 of Part II of the Form. Fixed administration fees should be disclosed in the "Fund expenses" section of the Fund Facts since they are expenses paid by the fund and must be included in the fund's management expense ratio, further to section 15.1 of <i>Regulation 81-106 respecting Investment Fund Continuous Disclosure</i>.</p>
<b><i>Conflict of interest</i></b>	One commenter requested that the Fund Facts disclose any	In response, we have added disclosure to the Fund Facts

<b><i>disclosure</i></b>	<p>conflict of interest that could give the intermediary or its salespersons a financial incentive to sell a particular fund over others.</p> <p>This commenter further recommends adding clear language to the Fund Facts explicitly stating either (a) there is no payment of a trailing commission; or (b) there is a trailing commission paid which creates a conflict of interest and which may influence the broker-dealer or other intermediary and the salesperson to recommend that fund over another investment. Another commenter supported this recommendation.</p>	<p>identifying the potential for conflicts of interest that may arise from the dealer receiving commissions. Please see the response under “How much does it cost?”.</p>
<b><i>Statement of rights</i></b>	<p>Two commenters noted that the proposed amendments replace the “Statement of Rights” section in the Fund Facts (Item 2 in Part II of Form 81-101F3) to indicate that the right of withdrawal exists within two business days after delivery of the Fund Facts, however, there is no corresponding change made to the disclosure in the SP.</p>	<p>We have revised the disclosure in the SP to ensure consistency with the Fund Facts.</p>
<b><i>Incorporation by reference of the Fund Facts into the SP</i></b>	<p>Consistent with a prior comment, we again were asked by a commenter to make the Fund Facts “a prospectus” for the purposes of securities legislation, and deem the SP to be incorporated by reference into the Fund Facts.</p>	<p>As we indicated in prior responses to comment, the CSA proposes no change at this time. The Fund Facts is incorporated by reference into the SP and, together with the fund’s disclosure documents, comprise a mutual fund’s disclosure documents.</p>
<b><i>Fund codes</i></b>	<p>Industry and investor commenters told us they supported adding fund codes to the Fund Facts.</p>	<p>Consistent with recent prospectus reviews, we have made the change to allow fund codes on the Fund Facts. We will allow reference to generally accepted and publicly available codes in the Fund Facts.</p>
<b><i>Exceptions for individual</i></b>	<p>A few commenters stressed the need to avoid provincial differences in the implementation of Stage 2. For example, we were asked to explain why in some cases the proposed</p>	<p>The CSA has worked to ensure the results of our amendments achieve a harmonized outcome. However, this common outcome has been reached working with</p>

<b><i>jurisdictions</i></b>	amendments to the Form state “except in British Columbia” (i.e. item 6(1)(a) in Part I, and to item 1.3(5) in Part II of the Form).	different legislative approaches or wording, which results in differences in the drafting of Regulation 81-101.
<b><i>Future material changes and mergers</i></b>	A few commenters requested we allow disclosure in the Fund Facts of future material changes in instances where the fund manager considers relevant. For example, upcoming fund mergers.	We agree with this feedback. In response, we have added General Instruction 8.1 to the Form permitting greater flexibility to disclose anticipated fundamental changes and material changes in the Fund Facts. We are also permitting a fund to present financial information as at a date within 45 days before the date of the amended and restated Fund Facts.
<b><i>Additional disclosure</i></b>	<p>One industry commenter again asked that the Fund Facts recognize the role of the registered financial advisor.</p> <p>This commenter is also concerned about the possibility of investors relying on an outdated Fund Facts. It was suggested that the Fund Facts clearly state that the document may be updated without notice to the investor and that the investor should consult with his or her registered financial advisor to be sure that he or she is in possession of the most up-to-date of the particular Fund Facts.</p>	<p>We propose no further change at this time. We note that the Form already directs investors to contact their dealer representative for more information.</p> <p>We propose no further change since the Fund Facts is dated and the relevant financial information is taken from publicly available documents, such as the management report of fund performance.</p>
<b><i>CSA Companion Guide to the Fund Facts</i></b>	Consistent with earlier feedback, an investor advocate commenter reiterated their request that the CSA prepare a Companion Guide for investors to assist them in understanding the Fund Facts.	<p>As we stated in the Initial Framework, while we agree that investor education is a key aspect of investor protection, we no longer think it is necessary to create a consumers’ guide as part of this project.</p> <p>We have, however, in response to this comment, added to the “For more information” section of the Fund Facts a cross-reference the CSA brochure entitled “Understanding mutual funds” available on the CSA website, to provide investors with more general information about mutual funds. This brochure was revised with the Fund Facts in</p>

		mind.
<b><i>Ordering of items in the Fund Facts</i></b>	<p>A few commenters requested changes to the ordering of items in the Fund Facts. One asked for the section entitled “Who is this fund for?” to be moved up to just below the Quick Facts section.</p> <p>Another requested that cost and risk information be disclosed before performance data.</p>	<p>As a result of the changes made to the risk disclosure in the Fund Facts, the risk information now comes before the performance information.</p>
<b>Part 4 – Other comments</b>		
<b><u>Issue</u></b>	<b><u>Comments</u></b>	<b><u>Responses</u></b>
<b>Exemptive relief to allow early use of the Fund Facts</b>	<p>One investor advocate commenter indicated they did not support the CSA’s consideration of applications for exemptive relief to permit the early use of the Fund Facts before implementation of the Stage 2 Amendments.</p>	<p>The early use of the Fund Facts to satisfy the current prospectus delivery requirements is intended to provide investors with the opportunity to have access to more meaningful information about a mutual fund at a time that is still relevant to their investment decision.</p> <p>We think that receipt of a Fund Facts within two days of buying a mutual fund would give investors the opportunity to review the basic features of the fund they purchased, and determine if it’s the investment they wanted or if they have changed their mind.</p> <p>Early use of the Fund Facts would also provide investors and dealers with the opportunity to become more familiar with the new document. Familiarity with the Fund Facts may prompt investors to start requesting Fund Facts before they make investment decisions. It could also prompt dealers to start using Fund Facts as a tool in making recommendations.</p>

<b>Enforcement of Fund Facts</b>	One commenter strongly urged the CSA to establish an enforcement approach, such as regulatory sanctions and penalties for non-compliance. This commenter also requested that the CSA collaborate with IIROC and the MFDA and other industry groups to develop stronger and more harmonized public enforcement mechanisms.	The CSA actively monitors compliance with the Form through prospectus and continuous disclosure reviews. We also continue to collaborate with IIROC and the MFDA.
<b>Fiduciary duty</b>	One commenter advocated for the establishment of a fiduciary duty for investment advisors to their clients and suggested the absence of a fiduciary duty was the underlying problem the Fund Facts is trying to address. This commenter noted that the fact that clients cannot rely upon their advisors for unbiased advice or to act in their client's best interests, rather than that of the advisor or their dealer, is the underlying problem that a worthwhile initiative like the Fund Facts is trying to fix.	Nothing in the Stage 2 Amendments is intended to detract from the central role of a dealer representative. We think that the Fund Facts builds on a dealer representative's existing obligation to determine suitability of all purchases of a mutual fund. We expect that the Fund Facts will be a tool used by representatives to assist in the sales process.
<b>POS delivery</b>	Investor advocate commenters requested that we implement POS delivery of the Fund Facts as soon as possible because the Fund Facts was never intended to be provided after an investment decision had been made and post-sale delivery will not inform an investor's decision.  In contrast, an industry advocate indicated that dealers continue to have concerns with delivery at or before the point of sale because it may not be practical when conducting business.	The CSA remains committed to implementing point of sale disclosure for mutual funds. A staged approach allows us the opportunity to continue to consult with stakeholders and to consider the applicability of the point of sale regime for mutual funds to other types of publicly offered investment funds, with the possible outcome of implementing a point of sale delivery requirement at the same time for all comparable investment fund products.
<b>Summary disclosure for other types of investment funds</b>	Investor advocate commenters reiterated their view that a key facts document should be developed for other investment fund products, including structured products, ETFs (including leveraged, inverse and commodity ETFs), contracts for difference, and listed funds within six to twelve	Consistent with CSA Staff Notice 81-319, as we move forward with implementation of the POS project, the CSA will be considering summary disclosure documents for other types of investment funds.

	months.	
<b><i>Reconciliation of SP and AIF</i></b>	One commenter asked the CSA to rationalize the SP, AIF and Fund Facts to remove redundancies and duplication. This commenter noted that investors are not well served with duplicative and redundant disclosure documents.	As we indicated in our June 2009 publication, following the CSA's implementation of a point of sale delivery regime, we intend to review the overall disclosure framework for mutual funds to reduce unnecessary duplication. In particular, we intend to explore the development of a single foundation document to replace the current SP and AIF.
<b>Part 5– List of commenters</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Advocis</li> <li>• Borden Lardner Gervais LLP</li> <li>• Broadridge Investor Communication Solutions, Canada</li> <li>• Canadian Advocacy Council for Canadian CFA Institute Societies</li> <li>• Canadian Bankers Association</li> <li>• Canadian Foundation for Advancement of Investor Rights</li> <li>• Fidelity Investments Canada ULC</li> <li>• InvestorPOS</li> <li>• Investment Funds Institute of Canada</li> <li>• Investment Industry Association of Canada</li> <li>• Kenmar Associates</li> <li>• OSC Investor Advisory Panel</li> </ul>		

## REGULATION TO AMEND REGULATION 81-101 RESPECTING MUTUAL FUND PROSPECTUS DISCLOSURE

### Securities Act

(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (6), (8), (11), (14) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure is amended by inserting, after the definition of the expression “single SP”, the following:

““statutory right of action” means,

- (a) in Alberta, paragraph 206(a) of the Securities Act,
- (b) in British Columbia, section 135 of the Securities Act, and
- (c) in New Brunswick, section 155 of the Securities Act,

““statutory right of withdrawal” means,

- (a) in Alberta, subsection 130(1) of the Securities Act,
- (b) in British Columbia, subsections 83(3) and (5) of the Securities Act, and
- (c) in New Brunswick, subsection 88(2) of the Securities Act.”.

2. Section 2.5 of the Regulation is amended, in the French text of paragraph (6), by deleting the words “ou l’acquéreur” and by replacing the words “ou tout achat effectué” with the word “effectuée”.

3. Section 2.8 of the Regulation is amended by deleting, in the French text, the words “ou à l’acquéreur”.

4. Section 3.2 of the Regulation is amended:

- (1) by deleting, in the French text of paragraph (1), the words “ou d’envoyer”;
- (2) by replacing paragraph (2) with the following:

“(2) If a prospectus is required under securities legislation to be sent or delivered to a person, the fund facts document most recently filed under this Regulation for the applicable class or series of securities must be sent or delivered to the person at the same time and in the same manner as otherwise required for the prospectus.

“(2.1) The requirement in securities legislation to send or deliver a prospectus does not apply if a fund facts document is sent or delivered under subsection (2).

“(2.2) In Ontario, a fund facts document is a disclosure document prescribed under subsection 71(1.1) of the Securities Act.”;

(3) by deleting, in the French text of subparagraph (a) of paragraph (3), the words “ou acquéreur” and “ou à acquérir”.

5. The Regulation is amended by inserting, after section 3.2, the following:

#### **“3.2.1. Fund facts document – purchaser’s right of withdrawal**

(1) A purchaser has a right of withdrawal in respect of a fund facts document that was sent or delivered under subsection 3.2(2), as the purchaser would otherwise have when a prospectus is required to be sent or delivered under securities legislation and, for that purpose, a fund facts document is a prescribed document under the statutory right of withdrawal.

(2) In Ontario, instead of subsection (1), subsection 71(2) of the Securities Act applies.

(3) In Québec, instead of subsection (1), section 30 of the Securities Act applies.

**“3.2.2. Fund facts document – purchaser’s right of action for failure to send or deliver**

(1) A purchaser has a right of action if a fund facts document is not sent or delivered as required by subsection 3.2(2) as the purchaser would otherwise have when a prospectus is not sent or delivered as required under securities legislation and, for that purpose, a fund facts document is a prescribed document under the statutory right of action.

(2) In Ontario, instead of subsection (1), section 133 of the Securities Act applies.

(3) In Québec, instead of subsection (1), section 214 of the Securities Act applies.”.

6. Section 3.5 of the Regulation is amended by replacing the word “must” with the word “may”.

7. Section 4.1 of the Regulation is amended by replacing, in paragraph (1), the words “in a format” with the words “be in a format”.

8. Section 5.1 of the Regulation is amended by deleting paragraph (3).

9. The Regulation is amended by replacing section 5.2 with the following:

**“5.2. Combinations of Fund Facts Documents for Delivery Purposes**

(1) A fund facts document sent or delivered under section 3.2 must not be attached to or bound with any other materials or documents except one or more of the following:

1. A general front cover pertaining to the package of attached or bound materials and documents.

2. A transaction confirmation which discloses the purchase of securities of the mutual fund.

3. A fund facts document of another mutual fund if that fund facts document is being sent or delivered under section 3.2.

4. A simplified prospectus or a multiple SP of the mutual fund.

5. Any document incorporated by reference into the simplified prospectus or the multiple SP.

6. Account application documents.

7. Registered tax plan applications and documents.

(2) If a transaction confirmation referred to in subsection (1) is attached to or bound with a fund facts document, any other disclosure document required to be sent or delivered to satisfy a regulatory requirement for purchases listed in the transaction confirmation may be attached to or bound with the fund facts document.

(3) If a fund facts document is attached to or bound with any of the materials or documents referred to in subsection (1), a table of contents specifying all documents must be attached to or bound with the fund facts document, except when the only other document attached to or bound with the fund facts document is the cover page.

(4) If one or more fund facts document are attached to or bound with any of the materials or documents referred to in subsection (1), only the general front cover, the table of contents and the transaction confirmation may be placed in front of those fund facts documents.”.

10. Form 81-101F1 of the Regulation is amended:

(1) in the French text of the general instructions:

(a) by replacing, in paragraph (13), the words “joints” and “joint” with, respectively, the words “attachés” and “attaché”;

(b) by deleting, in paragraph (19), the words “ou d’envoyer”;

(2) in part A:

(a) by adding, after paragraph (6) of item 1.1, the following:

*“INSTRUCTION*

*Complete the bracketed information in paragraph (3) above by*

*(a) inserting the names of each jurisdiction in which the mutual fund intends to offer securities under the prospectus;*

*(b) stating that the filing has been made in each of the provinces of Canada or each of the provinces and territories of Canada; or*

*(c) identifying the filing jurisdictions by exception (i.e. every province of Canada or every province and territory of Canada, except [excluded jurisdictions]).”;*

(b) by adding, after paragraph (6) of item 1.2, the following:

*“INSTRUCTION*

*Complete the bracketed information in paragraph (3) above by*

*(a) inserting the names of each jurisdiction in which the mutual fund intends to offer securities under the prospectus;*

*(b) stating that the filing has been made in each of the provinces of Canada or each of the provinces and territories of Canada; or*

*(c) identifying the filing jurisdictions by exception (i.e. every province of Canada or every province and territory of Canada, except [excluded jurisdictions]).”;*

(c) by replacing, in the French text of paragraph (3) of item 4, the words “fonds commun de placement” with the words “organisme de placement collectif”;

(d) in the French text of item 6:

(i) by replacing, in the title, “Achats, substitutions” with “Souscriptions, échanges”;

(ii) by replacing, in paragraph (1), “Achats, substitutions” with “Souscriptions, échanges” and the words “d’achat” with the words “de souscription”;

(e) by replacing, in the French text of the table after paragraph (6) of item 8.1, the words “frais de substitution” with the words “frais d’échange”;

(f) by replacing, in the French text of subparagraph (b) of paragraph (2) of item 8.2, the words “frais de rachat” with the words “frais d’acquisition reportés” and the words “l’achat” with the words “la souscription”;

(g) by replacing, in the French text of instruction (3) after item 9.2, the words “*déduites des montants reçus sous forme de frais de vente reportés*” with the words “*déduits des montants reçus à titre de frais d’acquisition reportés*”;

(h) in item 11:

(i) by replacing, in the French text of the title, the word “Recours” with the words “Information sur les droits”;

(ii) by replacing, in the French text of the first paragraph, the words “le recours prévu” with the words “l’action en justice prévue”;

(iii) by replacing the second, third and fourth paragraphs with the following:

““Securities legislation in some provinces and territories gives you the right to withdraw from an agreement to buy mutual funds within two business days of receiving the Simplified Prospectus or Fund Facts, or to cancel your purchase within 48 hours of receiving confirmation of your order.

Securities legislation in some provinces and territories also allows you to cancel an agreement to buy mutual fund [units/shares] and get your money back, or to make a claim for damages, if the Simplified Prospectus, Annual Information Form, Fund Facts or financial statements misrepresent any facts about the Fund. These rights must usually be exercised within certain time limits.

For more information, refer to the securities legislation of your province or territory or consult your lawyer.””;

(3) by replacing, in the French text of paragraph (3) of the instructions of item 6 of part B, the words “*fonds commun de placement*” with the words “*organisme de placement collectif*”.

**11.** Form 81-101F2 of the Regulation is amended:

(1) by adding, after paragraph (6) of item 1.1, the following:

“*INSTRUCTION*

*Complete the bracketed information in paragraph (3) above by*

(a) *inserting the names of each jurisdiction in which the mutual fund intends to offer securities under the prospectus;*

(b) *stating that the filing has been made in each of the provinces of Canada or each of the provinces and territories of Canada; or*

(c) *identifying the filing jurisdictions by exception (i.e. every province of Canada or every province and territory of Canada, except [excluded jurisdictions]).”;*

(2) by adding, after paragraph (6) of item 1.2, the following:

“*INSTRUCTION*

*Complete the bracketed information in paragraph (3) above by*

(a) *inserting the names of each jurisdiction in which the mutual fund intends to offer securities under the prospectus;*

(b) stating that the filing has been made in each of the provinces of Canada or each of the provinces and territories of Canada; or

(c) identifying the filing jurisdictions by exception (i.e. every province of Canada or every province and territory of Canada, except [excluded jurisdictions]);”;

(3) by replacing, in the French text of paragraph (1) of item 3, the words “siège social” with the word “siège”;

(4) by replacing, in the French text of paragraph (1) of item 7, the words “d’achat” with the words “de souscription”;

(5) in the French text of item 8:

(a) by replacing, in paragraph (2), the words “d’achat” with the words “de souscription”;

(b) by replacing, in paragraph (5), the words “d’un achat” with the words “d’une souscription”;

(6) by replacing, in the French text of paragraph (1) of item 10.7, the words “siège social” with the word “siège”.

**12.** Form 81-101F3 of the Regulation is amended:

(1) in the general instructions:

(a) by adding, at the end of paragraph (8), the following sentence:

*“If information required to be disclosed in the fund facts document is not applicable or is not available, please state so and provide an explanation.”;*

(b) by inserting, after paragraph (8), the following:

*“(8.1) A fund facts document may disclose a material change and proposed fundamental change, such as a proposed merger. The most relevant section of the fund facts document should be revised to describe the material change or proposed fundamental change.”;*

(c) by replacing, in paragraph (15), “section 5.4” with “Part 5”;

(d) by replacing the last sentence of paragraph (16) with the following:

*“Each fund facts document must start on a new page, and may not share a page with another fund facts document.”;*

(2) in part I:

(a) in item 1:

(i) by replacing paragraph (c) with the following:

“(c) the name of the mutual fund to which the fund facts document pertains;”;

(ii) by inserting, after paragraph (c), the following:

“(c.1) if the mutual fund has more than one class or series of securities, the name of the class or series described in the fund facts document and, at the option of the mutual fund, all recognized and publicly available identification codes for the class or series of the mutual fund;”;

(iii) by replacing the second paragraph of paragraph (e) with the following:

“This document contains key information you should know about [insert name of the mutual fund]. You can find more details in the fund’s simplified prospectus. Ask your dealer representative for a copy, contact [insert name of the manager of the mutual fund] at [insert if applicable the toll-free number and email address of the manager of the mutual fund] or visit [insert the website of the mutual fund, the mutual fund’s family or the manager of the mutual fund] [as applicable].”;

(b) in item 2:

(i) by replacing the table with the following:

<b>Date [class/series] started:</b> (see instruction 1)	<b>Fund manager:</b> (see instruction 3.1)
<b>Date fund started:</b> (see instruction 1.1)	<b>Portfolio manager:</b> (see instruction 4)
<b>Total value of [class/series] on [date]:</b> (see instruction 2.1)	<b>Distributions:</b> (see instruction 5)
<b>Total fund value on [date]:</b> (see instruction 2)	<b>Minimum investment:</b> (see instruction 6)
<b>Management expense ratio (MER):</b> (see instruction 3)	”;

(ii) by inserting, in the instructions and after paragraph (1), the following paragraph:

“(1.1) If the date that the mutual fund first became available to the public differs from the date that the class or series of the mutual fund became available to the public, include the date that the mutual fund first became available to the public.”;

(iii) by replacing, in paragraph (2) of the instructions, “30 days” with “45 days”;

(iv) by inserting, in the instructions and after paragraph (2), the following paragraph:

“(2.1) Specify the net asset value of the class or series of the mutual fund as at a date within 45 days before the date of the fund facts document. For a newly established class or series of a mutual fund, simply state that this information is not available because it is a new class or series.”;

(v) by inserting, in the instructions and after paragraph (3), the following paragraph:

“(3.1) Specify the name of the manager of the mutual fund.”;

(vi) by replacing paragraph (4) of the instructions with the following:

“(4) Specify the mutual fund’s portfolio manager. The mutual fund may also include the name of the specific individual(s) responsible for portfolio selection and if applicable, the name of the sub-advisor(s).”;

(c) in item 3:

(i) by replacing paragraph (4) with the following:

“(4) Include under the sub-heading “Top 10 investments [date]” a table disclosing:

- (a) the top 10 positions held by the mutual fund, each expressed as a percentage of net asset value of the mutual fund;
- (b) the percentage of net asset value of the mutual fund represented by the top 10 positions; and
- (c) the total number of positions held by the mutual fund.”;
- (ii) by replacing, in paragraphs (4) and (9) of the instructions, “30 days” with “45 days”;
- (d) by replacing items 4 and 5 with the following:

**“Item 4 Risks**

- (1) Under the heading “What are the risks of this fund?” state in wording substantially similar to the following:

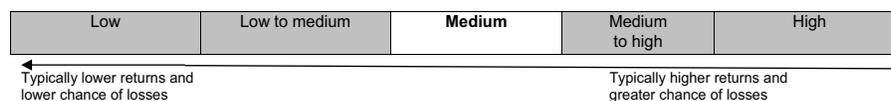
“All investments involve risks. Understanding those risks can help you choose the right fund for you.”.

- (2) Under the subheading “Investment risk” state in wording substantially similar to the following:

“When you invest in a fund, the value of your investment can go down as well as up. In some cases, you may see large changes in value. These changes can happen quickly.

“[Insert fund manager name] is required to rate the level of risk of its funds. The scale ranges from Low to High based on how the fund is invested and the level of risk and return involved. In most cases, a lower rating means lower risk and lower returns, with a lower chance of losses. A higher rating generally means higher risk and higher returns, with a greater chance of losing money.”.

- (3) Using the investment risk classification methodology adopted by the manager, identify the mutual fund’s investment risk level on the following scale:



- (4) State in bold font in wording substantially similar to the following:

“The risk category shown is not fixed and may change over time. The lowest category does not mean there is no risk. A fund that is rated on the low end of the risk scale can still lose money.”.

- (5) Under the subheading “Other specific risks” state in wording substantially similar to the following:

“To understand risk better, you may also want to look at the specific risks for this fund and how they could affect its value. [Insert fund manager name] has identified these top risk factors for the fund: [insert risk factors].

For a full list of this fund’s risk factors and details about them, see the Risk section of the fund’s simplified prospectus.”.

*INSTRUCTIONS*

(1) *Based upon the investment risk classification methodology adopted by the manager of the mutual fund, identify where the mutual fund fits on the continuum of investment risk levels by showing the full investment risk scale set out in Item 4(3) and highlighting the applicable category on the scale.*

(2) *Where the mutual fund is a newly established mutual fund and it is not possible for the manager of the mutual fund to apply its investment risk classification methodology to the mutual fund, include a statement explaining that it is a new mutual fund and use the scale to indicate the investment risk level that the manager of the mutual fund would expect for the mutual fund.*

(3) *In response to Item 4(5), insert no more than 4 main risks of the mutual fund. Disclosure in this section is limited to a listing of the applicable risk factors and must not include a general description of each risk factor.*

#### **“Item 5 Past Performance**

(1) Under the heading “How has the fund performed?” include an introduction using wording substantially similar to the following:

“This chart shows you:

- how the fund has performed over the past 10 years
- how the fund’s return compares to the return of a one-year Guaranteed Investment Certificate (GIC). GIC data is from the Bank of Canada.”.

(2) Provide a bar chart that shows

(a) the annual total return of the mutual fund, in chronological order with the most recent year on the right of the bar chart, for the lesser of

(i) each of the 10 most recently completed calendar years, and

(ii) each of the completed calendar years in which the mutual fund has been in existence and which the mutual fund was a reporting issuer; and

(b) the average of the monthly series of the one-year GIC rates for each calendar year as disclosed on the Bank of Canada website, in chronological order with the most recent year on the right of the bar chart, for the lesser of

(i) each of the 10 most recently completed calendar years, and

(ii) each of the completed calendar years in which the mutual fund has been in existence and which the mutual fund was a reporting issuer.

(3) Under the bar chart state in wording substantially similar to the following:

**“Notes:**

- This chart does not tell you how the fund or GIC will perform in the future.
- Since the fund holds investments that are riskier than a GIC, it may have a higher return in some years and lose money in others.
- The fund’s returns are after expenses have been deducted.
- Your actual after-tax return will depend on your personal tax situation.”.

- (4) Include the sub-heading “Things you should know:”.
- (5) Under the sub-heading “a) Worst return” provide:
- (a) for the particular years shown in the bar chart above, the number of years in which the value of the mutual fund dropped.
- (b) since the inception of the mutual fund, the worst rolling 3-month return as at the end of the period that ends within 45 days before the date of the fund facts document, and
- (c) the final value that would equate with a hypothetical \$1000 investment during the worst 3-month period.
- (6) Under the sub-heading “b) Average return” show
- (a) the final value of a hypothetical \$1000 investment in the mutual fund as at the end of the period that ends within 45 days before the date of the fund facts document and consists of the lesser of
- (i) 10 years, or
- (ii) the time since inception of the mutual fund;
- (b) the annual compounded rate of return that would equate the hypothetical \$1000 investment to the final value; and
- (c) the final value of a hypothetical \$1000 investment in a one-year GIC rate as at the end of the period that ends within 45 days before the date of the fund facts document and consists of the lesser of
- (i) a continual reinvestment of the maturity amount in a one-year GIC for each of the past 10 years, or
- (ii) a continual reinvestment of the maturity amount in a one-year GIC since inception of the mutual fund.

#### INSTRUCTIONS

- (1) *In responding to the requirements of this Item, a mutual fund must comply with the relevant sections of Part 15 of Regulation 81-102 respecting Mutual Funds as if those sections applied to a fund facts document.*
- (2) *Use a linear scale for each axis of the bar chart required by this Item.*
- (3) *The x-axis and y-axis for the bar chart required by this Item must intersect at 0.*
- (4) *A mutual fund that distributes different classes or series of securities that are referable to the same portfolio of assets must only show performance data related to the specific class or series of securities being described in the fund facts document.*
- (5) *If the information required to be disclosed under this Item is not reasonably available, include the required sub-headings, provide a brief statement explaining why the required information is not available. Information relating to year-by-year returns in the bar chart will generally not be available for a mutual fund that has been distributing securities under a simplified prospectus for less than one calendar year. Information under “a) Worst return” and “b) Average return” will generally not be available for a mutual fund that has been distributing securities under a simplified prospectus for less than 12 consecutive months.*

(6) *The dollar amounts shown under this Item may be rounded up to the nearest dollar.*

(7) *The percentage amounts shown under this Item may be rounded up to the nearest decimal place.”;*

(e) by inserting, in item 6 and at the end of subparagraph (a) of paragraph (1), the word « and »;

(3) in part II:

(a) in the French text of the instructions under item 1.2:

(i) by replacing, wherever they occur in instructions (1) and (3), the words “*frais d’acquisition différés*” with the words “*frais d’acquisition reportés*”;

(ii) in the French text of instruction (4):

A) by deleting, in the first paragraph, the word “*différés*”;

B) by replacing, in the second paragraph, the words “*frais d’acquisition différés*” with the words “*frais d’acquisition reportés*”;

(b) in item 1.3:

(i) by replacing, in paragraph (5), the word “where” with the words “in which”;

(ii) by replacing paragraph (6) with the following:

“(6) Under the sub-heading “Trailing commission”, state whether the manager of the mutual fund or another member of the mutual fund’s organization pays trailing commissions, and include a brief description of these commissions.”;

(iii) by replacing paragraph (7) with the following:

“(7) The description of trailing commissions must include a statement in substantially the following words:

“[insert name of fund manager] pays your dealer a trailing commission for as long as you own the fund. The trailing commission is paid out of the management fee. It is for the services and advice that your dealer provides to you. The rate depends on the sales charge option you choose [if applicable, insert sales charge options].

These trailing commission payments may create a conflict of interest by influencing the dealer or its representatives to recommend the fund over another investment. Ask your dealer representative for more information.”;

(iv) by inserting, in the instructions and after paragraph (2), the following:

“(2.1) *Disclose any fixed administration fees payable in the Fund expenses.”;*

(v) by replacing, in the instructions, paragraph (8) with the following:

“(8) *The description of the trailing commission must briefly and concisely explain the purpose of the commission, how the commissions are paid and the maximum rate of the commission for each of the sales charge options. In addition to the percentage amount of the commission, this description must also set out the equivalent dollar amount for each \$1000 investment.”;*

(c) in item 1.4:

(i) by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) Under the sub-heading “Other fees” provide an introduction using wording similar to the following:

“You may have to pay other fees when you buy, hold, sell or switch [units/shares] of the fund.”;

(ii) by inserting, in paragraph (2) and after the words “when they”, “buy, hold”;

(iii) by replacing, in the instructions, paragraphs (1) and (2) with the following:

*“(1) Under this Item, it is necessary to include only those fees that apply to the particular series or class of the mutual fund. Examples include management fees and administration fees payable directly by investors, short-term trading fees, switch fees and change fees. This would also include any requirement for an investor to participate in a fee-based arrangement with their dealer in order to be eligible to purchase the particular class or series of the mutual fund. If there are no other fees associated with buying, holding, selling or switching units or shares of the mutual fund, replace the table with a statement to that effect.*

*“(2) Provide a brief description of each fee disclosing the amount to be paid as a percentage (or, if applicable, a fixed dollar amount) and state who charges the fee. If the amount of the fee varies so that specific disclosure of the amount of the fee cannot be disclosed, where possible, include the highest possible rate or range for that fee.”;*

(d) by replacing item 2 with the following:

**“Item 2 Statement of Rights**

Under the heading “What if I change my mind?” state in substantially the following words:

“Under securities law in some provinces and territories, you have the right to:

- *withdraw from an agreement to buy mutual funds within two business days after you receive a fund facts document, or*
- *cancel your purchase within 48 hours after you receive confirmation of the purchase.*

In some provinces and territories, you also have the right to cancel a purchase, or in some jurisdictions, claim damages, if the simplified prospectus, annual information form, fund facts document or financial statements contain a misrepresentation. You must act within the time limit set by the securities law in your province or territory.

For more information, see the securities law of the province or territory or ask a lawyer.”;

(e) in item 3:

(i) by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) Under the heading “For more information” state in substantially the following words:

““Contact [insert name of the manager of the mutual fund] or your dealer representative for a copy of the fund’s simplified prospectus and other disclosure documents. These documents and the Fund Facts make up the fund’s legal documents.””;

(ii) by inserting, after paragraph (2), the following paragraph:

“(3) State in substantially the following words:

“To learn more about investing in mutual funds please see the brochure **Understanding mutual funds** which is available on the website of the Canadian Securities Administrators at [www.securities-administrators.ca](http://www.securities-administrators.ca).””.

**13.** Any exemption from or waiver of a provision of Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure in relation to the prospectus delivery requirements for mutual funds, or an approval in relation to those requirements, expires on the date that this Regulation comes into force.

**14.** This Regulation comes into force on *(indicate the date of coming into force of this Regulation)*.

**15.** Despite section 15, this Regulation does not apply to a mutual fund until the date that is six months after this Regulation comes into force.

**AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 81-101 RESPECTING MUTUAL FUND PROSPECTUS DISCLOSURE**

1. Section 2.1.1 of *Policy Statement to Regulation 81-101 respecting Mutual Fund Prospectus Disclosure* is amended by replacing paragraph (4) with the following:

“(4) The CSA encourages the use and distribution of the fund facts document as a key part of the sales process in helping to inform investors about mutual funds they are considering for investment. The Regulation also requires delivery of the fund facts document, which may satisfy the prospectus delivery requirements under applicable securities legislation.”.

2. Section 2.2 of the Policy Statement is amended by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) A simplified prospectus is the prospectus for the purposes of securities legislation. While the Regulation allows delivery of a fund facts document to an investor in connection with a purchase, an investor may also request delivery of the simplified prospectus, or any other documents incorporated by reference into the simplified prospectus.”.

3. Section 2.5 of the Policy Statement is amended by deleting, wherever it occurs in the French text of paragraph (1), “ou « envoyés »”.

4. Section 2.7 of the Policy Statement is amended by inserting, after paragraph (2), the following:

“(2.1) General Instruction (8.1) of Form 81-101F3 permits a mutual fund to disclose a material change and proposed fundamental change, such as a proposed merger, in an amended and restated fund facts document. We would permit flexibility in selecting the appropriate section of the amended and restated fund facts document to describe the material change or proposed fundamental change. However, we also expect that the variable sections of the fund facts document, such as the Top 10 investments and investment mix, to be updated within 45 days before the date of the fund facts document. In addition, if a mutual fund completes a calendar year or files a management report of fund performance prior to the filing of the amended and restated fund facts document, we expect the fund facts document to reflect the updated information.”.

5. Section 4.1.3 of the Policy Statement is amended by replacing, in paragraph (3), “section 2.3.2” with “section 2.3.1”.

6. Section 5.4 of the Policy Statement is amended by replacing, in the French text of paragraph (3), the word “joint” with the word “attaché”.

7. Section 7.1 of the Policy Statement is amended:

(1) by replacing the title with the following:

**“7.1. Delivery of the Simplified prospectus and Annual Information Form”;**

(2) by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) The Regulation contemplates delivery to all investors of a fund facts document in accordance with the requirements in securities legislation. It does not require the delivery of the simplified prospectus, or any other documents incorporated by reference into the simplified prospectus, unless requested. Mutual funds or dealers may also provide investors with any of the other disclosure documents incorporated by reference into the simplified prospectus.”.

8. Section 7.1.1 of the Policy Statement is amended by replacing, in the French text of paragraph (1), the words “d’envoyer” with the words “de transmettre”.

9. Section 7.3 of the Policy Statement is amended, in the French text of paragraph (1), by replacing the words “une substitution de placements” with the words “un échange”.

10. Section 7.4 of the Policy Statement is replaced with the following:

**“7.4. Delivery of Non-Educational Material**

The Regulation and related forms contain no restrictions on the delivery of non-educational material such as promotional brochures with either of the simplified prospectus and the annual information form. This type of material may, therefore, be delivered with, but cannot be included within, wrapped around, or attached or bound to, the simplified prospectus and the annual information form. The Regulation does not permit the binding of educational and non-educational material with the Fund Facts Document. The intention of the Regulation is not to unreasonably encumber the Fund Facts with additional documents.”.

**REGULATION TO AMEND REGULATION 81-102 RESPECTING MUTUAL FUNDS**

Securities Act  
(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (8) and (11))

1. Section 2.7 of Regulation 81-102 respecting Mutual Funds is amended by replacing, in the French text of paragraph (2), the words “dette de rang equivalent” with the words “créance de rang equivalent”.
2. Section 5.6 of the Regulation is amended, in subparagraph (f) of paragraph (1):
  - (1) by replacing, in the French text of subparagraph (i), the words “fonds commun de placement” with the words “organisme de placement collectif”;
  - (2) by replacing subparagraph (ii) with the following:
    - “(ii) the most recently filed fund facts document for the mutual fund into which the mutual fund will be reorganized, and”.
3. Section 5.7 of the Regulation is amended by replacing, in the French text of subparagraphs (a) and (b) of paragraph (2) and subparagraph (a) of paragraph (3), the words “siège social” with the word “siège”.
4. Section 18.2 of the Regulation is amended by replacing, in paragraph (1), the words “siège social” with the word “siège”.
5. This Regulation comes into force on *(indicate the date of coming into force of this Regulation)*.

## Document de consultation 91-406 : Dérivés – Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale

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

- Document de consultation 91-406 : *Dérivés – Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

### Consultation

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Il est conscient que certains participants au marché attendaient de consulter le présent document sur la compensation avant d'envoyer leurs commentaires sur les dispenses pour les utilisateurs finaux. Aussi acceptera-t-il tout commentaire portant sur les dispenses pour utilisateurs finaux relativement à la compensation.

Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La consultation prendra fin le **21 septembre 2012**.

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

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

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
 Secrétaire général  
 Autorité des marchés financiers  
 800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
 C.P. 246, Tour de la Bourse  
 Montréal (Québec) H4Z 1G3  
 Télécopieur : 514-864-6381  
 Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

## Questions

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

Derek West  
Président du Comité des ACVM sur les dérivés  
Directeur de l'encadrement des dérivés  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4491  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337  
[derek.west@lautorite.qc.ca](mailto:derek.west@lautorite.qc.ca)

**Le 21 juin 2012**

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Document de consultation 91-406 des ACVM

Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par  
contrepartie centrale

Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés  
Le 20 juin 2012

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

## Table des matières

---

Sommaire .....	5
1. Introduction.....	13
2. Compensation obligatoire.....	13
2.1 Recommandations du Comité.....	15
3. Dérivés soumis à l'obligation de compensation.....	16
3.1 Approche ascendante .....	21
3.2 Approche descendante .....	24
3.3 Recommandations du Comité .....	26
4. Compensation des opérations préexistantes ( <i>back-loading</i> ) .....	27
4.1 Recommandations du Comité .....	27
4.2 Consultation .....	28
5. Délais de compensation.....	28
5.1 Recommandations du Comité .....	29
5.2 Consultation.....	30
6. Dispenses de la compensation par contrepartie centrale.....	30
6.1 Utilisateurs finaux .....	30
6.2 Opérations intragroupe .....	30
6.3 Consultation.....	31
7. Reconnaissance des contreparties centrales .....	31
7.1 Recommandations du Comité .....	32
8. CSPR – OICV.....	32
8.1 Gouvernance .....	33
8.2 Recommandations du Comité.....	34
8.3 Consultation .....	35
8.4 Comités du conseil d'administration.....	35

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

8.5	Recommandation du Comité .....	35
8.6	Comités consultatifs .....	35
8.7	Recommandations du Comité .....	36
8.8	Tarification .....	36
8.9	Recommandations du Comité .....	37
8.10	Accès des participants .....	37
8.11	Recommandation du Comité .....	39
8.12	Libre accès aux plateformes de négociation .....	40
8.13	Recommandations du Comité .....	41
8.14	Consultation .....	41
8.15	Règles des contreparties centrales .....	41
8.16	Recommandations du Comité .....	43
9.	Gestion du risque .....	44
9.1	Gestion des défaillances .....	45
9.2	Cadre de gestion globale des risques .....	46
9.3	Recommandations du Comité .....	49
10.	Systemes et technologie .....	50
10.1	Recommandations du Comité .....	51
11.	Protection des actifs .....	52
12.	Communication de l'information .....	52
12.1	Recommandations du Comité .....	55
12.2	Consultation .....	55
13.	Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire .....	55
13.1	Infrastructure des contreparties centrales .....	59
14.	Questions supplémentaires en vue de la consultation .....	59

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

Le 2 novembre 2010, le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») 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 »)<sup>1</sup> pour présenter des propositions générales à cet égard. Le Comité sollicitait les commentaires du public sur les propositions et a reçu les mémoires de 18 parties intéressées<sup>2</sup>.

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 la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), le ministère des Finances du Canada, les participants au marché et des organismes comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Conseil de stabilité financière (CSF) et le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC. Le présent document de consultation s'inscrit dans une série de huit documents donnant suite aux propositions réglementaires énoncées dans le Document de consultation 91-401 et propose des règles encadrant la compensation centralisée sur les marchés canadiens des dérivés de gré à gré. Il est à souhaiter que le présent document suscitera des commentaires et des discussions qui aideront les membres des ACVM à établir les politiques et la réglementation qui seront appliquées dans les divers territoires du Canada.

Le Comité travaille avec les organismes de réglementation étrangers sur des normes internationales qui définiront les règles que nous élaborons, notamment celles qui concernent la compensation par contrepartie centrale. Malgré son importance au pays, le marché canadien des dérivés de gré à gré ne représente qu'une part relativement petite du marché mondial et la majorité des opérations conclues par les participants au marché canadien le sont avec des contreparties étrangères. Il est donc essentiel d'établir pour ce marché des règles concordant avec les pratiques internationales pour faire en sorte 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, d'y contribuer et notamment d'examiner les propositions de normes sectorielles relatives à la compensation par contrepartie centrale.

<sup>1</sup> Se reporter au <http://www.lautorite.gc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

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

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

## Sommaire

L'adoption d'obligations relative à la compensation par contrepartie centrale sera un élément clé de la réforme des marchés financiers du Canada : compenser de cette façon les opérations sur dérivés qui sont jusqu'ici compensées de façon bilatérale ou ne le sont pas du tout augmentera grandement la transparence des marchés pour les organismes de réglementation, mais aussi améliorera l'atténuation globale des risques. Voici le résumé des recommandations du Comité sur la question de la compensation par contrepartie centrale.

### Obligation de compensation

Afin de respecter les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20, et conformément aux directives de l'OICV et du CSF en matière de normes internationales, le Comité propose que les membres des ACVM adoptent les mesures nécessaires pour rendre obligatoire la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré admissibles.

a) Le Comité propose de prendre des règlements obligeant les contreparties centrales à soumettre les dérivés ou catégories de dérivés aux organismes de réglementation pour qu'ils puissent les examiner, déterminer s'ils sont admissibles à la compensation par contrepartie centrale et, le cas échéant, décider que tous les participants au marché qui ne sont pas dispensés de l'obligation de compensation doivent les faire compenser par une contrepartie centrale.

b) Dans un premier temps, les membres des ACVM devront élaborer de concert des procédures pour déterminer les dérivés de gré à gré qui peuvent être compensés par contrepartie centrale et ceux d'entre eux qui doivent l'être, les facteurs pertinents à cette fin et les participants tenus de compenser leurs dérivés de gré à gré. Les membres des ACVM instaureront également des procédures de reconnaissance des contreparties centrales et d'approbation de leurs règles et politiques. Toutes les procédures suivront les meilleures pratiques internationales.

c) Les organismes canadiens de réglementation du marché devraient adopter une « approche ascendante » dans laquelle la contrepartie centrale soumet les dérivés de gré à gré à un organisme de réglementation du marché qui déterminera ceux qui sont admissibles à la compensation par contrepartie centrale et ceux d'entre eux qui sont soumis à cette obligation. Le Comité recommande d'y associer une « approche descendante » dans laquelle les membres des ACVM ont le pouvoir d'indiquer, parmi les dérivés de gré à gré que les contreparties centrales ne leur ont pas soumis selon l'approche ascendante, ceux qui devraient être assujettis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

d) Des règlements coordonnés au niveau des ACVM devraient établir les procédures à suivre et les critères à respecter pour déterminer si un dérivé doit être assujetti à l'obligation de

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

compensation par contrepartie centrale. Le Comité estime que les procédures d'évaluation devraient prévoir une période de consultation publique.

e) Le Comité estime qu'une période de consultation publique de 60 jours donnera suffisamment de temps pour formuler des commentaires. Il faudrait instaurer un protocole de communication entre les membres des ACVM pour faciliter le processus d'harmonisation.

f) Il faudrait tenir un registre des dérivés jugés soumis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale et le mettre à la disposition du public.

**Compensation des opérations préexistantes (*back-loading*)**

Le Comité propose que les participants au marché soient tenus de compenser par contrepartie centrale les nouvelles opérations sur dérivés de gré à gré dont la compensation par contrepartie centrale est, selon les organismes de réglementation, obligatoire. Les opérations sur dérivés conclues avant l'entrée en vigueur des règlements (les « opérations préexistantes ») qui ne font pas l'objet d'une compensation centrale pourraient être compensées par une contrepartie centrale par novation à une date ultérieure. Le Comité estime que :

a) la compensation des opérations préexistantes devrait se faire de façon volontaire; en revanche, lorsque ces opérations font l'objet d'une novation ou d'une cession et deviennent ainsi de nouvelles opérations, elles devraient être assujetties à toute obligation de compensation;

b) les organismes de réglementation du marché devraient analyser l'information des référentiels centraux de données et d'autres sources afin d'établir s'il y a lieu d'ajouter des obligations de compensation des opérations préexistantes pour gérer les risques existants; ils effectueront l'analyse une fois qu'ils disposeront de suffisamment d'information des référentiels centraux.

**Délais de compensation**

Le Comité recommande que les opérations sur dérivés compensées volontairement, c'est-à-dire les opérations sur dérivés de gré à gré qui *ne* sont *pas* exécutées sur une place de négociation agréé ni assujetties à la compensation obligatoire, soient transmises rapidement à la contrepartie centrale (au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution).

Si un dérivé assujetti à une obligation de compensation est négocié sur une place de négociation reconnue, les contreparties doivent transmettre l'opération dès que possible.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

**Opérations intragroupe**

Le Comité ne recommandera pas de prévoir de dispense générale pour les opérations intragroupe en raison des risques qui en résulteraient pour le marché dans son ensemble et pour les tiers. Il invite cependant les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur ce type d'opérations.

**Reconnaissance des contreparties centrales**

Les organismes canadiens de réglementation du marché devraient reconnaître et réglementer les contreparties centrales. Cet encadrement s'étendrait à l'approbation ou au refus de leurs règles et procédures, à la subordination de ces règles, dont le modèle de gestion du risque, à certaines conditions, à l'examen de leurs dépôts périodiques et leurs états financiers, et à la réalisation d'inspections périodiques et ponctuelles.

**Gouvernance**

Les contreparties centrales doivent adopter des politiques de gouvernance garantissant la gestion des conflits d'intérêts et la présence d'administrateurs indépendants au sein de leur conseil d'administration. Ce dernier doit établir des comités dotés d'une structure et d'un mandat appropriés pour remplir des fonctions clés en matière de gouvernance.

**Tarification**

La tarification, notamment en matière de compensation, doit être entièrement transparente pour les membres compensateurs, les clients, les organismes de réglementation et le public.

**Accès des participants**

Les contreparties centrales devraient établir des règles strictes en matière d'accès afin que ses membres compensateurs ne lui fassent pas courir de risque excessif et qu'ils puissent s'acquitter de leurs obligations, sans toutefois restreindre l'accès à des fins non concurrentielles. Par ailleurs, ces règles ne devraient pas interdire ou limiter indûment l'accès à leurs services, ni l'assortir de conditions excessives. La politique d'accès devrait prendre en considération la capacité du membre compensateur à remplir les responsabilités financières et opérationnelles inhérentes à sa relation avec la contrepartie centrale.

**Libre accès aux plateformes de négociation**

La réglementation devrait obliger les contreparties centrales à élaborer des politiques facilitant le libre accès aux plateformes de négociation. Ces politiques ne devraient pas interdire ou limiter

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

indûment l'accès aux contreparties centrales, quel que soit le mode ou le lieu d'exécution d'une opération. Les règles d'accès des contreparties centrales ne devraient entraîner de désavantage concurrentiel pour aucune plateforme de négociation.

**Règles des contreparties centrales**

Les règles et procédures des contreparties centrales, notamment les procédures en matière de défaillance, doivent être claires et détaillées. Aussi bien les organismes de réglementation du marché que les participants doivent avoir la certitude que ces règles seront suivies durant les périodes de tension du marché. Les règles devraient définir et limiter clairement les circonstances dans lesquelles les contreparties centrales peuvent invoquer des pouvoirs d'urgence afin que les participants comprennent et gèrent les risques et les coûts inhérents à leur participation à celles-ci. Entre autres règles :

- a) les contreparties centrales devraient veiller à ce que leurs procédures publiées en matière de défaillance soient respectées dans tous les cas et appliquer des processus de surveillance de la conformité et de traitement des cas de non-conformité; une procédure d'appel de leurs décisions devrait aussi être instaurée;
- b) les contreparties centrales doivent instaurer un processus d'adoption des règles prévoyant notamment leur présentation pour approbation aux organismes de réglementation, aux administrateurs et, le cas échéant, aux membres;
- c) les organismes de réglementation des contreparties centrales canadiennes et étrangères devraient élaborer et respecter des accords de coopération en matière de surveillance qui soient clairs et qui traitent de la réglementation des contreparties centrales assujetties à la réglementation de plusieurs territoires; ces protocoles devraient préciser le rôle des organismes de réglementation en matière de surveillance et de contrôle du modèle de gouvernance des contreparties centrales, de l'élaboration de leurs règles et de leurs activités; ils devraient aussi préciser les droits et responsabilités de tous les organismes de réglementation concernés et leur capacité d'agir pour régler des questions locales d'intérêt public.

**Gestion du risque**

La réglementation devrait obliger les contreparties centrales à élaborer et à appliquer un programme solide de gestion du risque, en accord avec les meilleures pratiques préconisées à l'échelle internationale et les principes applicables aux infrastructures du marché financier. Ce programme devrait être entièrement transparent pour les organismes de réglementation, les membres compensateurs les autres parties intéressées. Les contreparties centrales devraient notamment :

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

- a) disposer d'une structure d'urgence efficace et à paliers multiples comprenant une analyse rigoureuse des liquidités et la constitution de marges par les membres, une séquence de défaillance établissant clairement les étapes de financement à suivre en cas de défaillance d'un membre et les contributions exigées des membres ainsi que le montant en capital de la contrepartie centrale, le cas échéant, et tout fonds de sécurité ou toute assurance auxquels elle pourra avoir accès;
- b) effectuer une analyse exhaustive de tous les risques pertinents et appliquer des procédures appropriées de gestion du risque, comme des ajustements de marges et des décotes;
- c) imposer des limites de risque aux membres compensateurs;
- d) prévenir le ou les organismes de réglementation qu'un membre compensateur est menacé de défaillance ou que des procédures de défaillance sont entreprises;
- e) procéder régulièrement à des essais et des révisions de leurs systèmes de compensation, y compris les modèles et les procédures de défaillance, ainsi que des procédures et systèmes des membres compensateurs; ces essais devraient envisager des conjonctures de marché extrêmes mais plausibles;
- f) maintenir et appliquer des procédures rigoureuses d'établissement et de valorisation des prix;
- g) maintenir et appliquer des procédures d'approbation des produits visant à ce que les nouveaux produits compensés ne représentent pas un risque excessif pour elles et leurs membres;
- h) nommer un chef de la gestion du risque qui sera chargé d'introduire des procédures de gestion du risque et qui relèvera du conseil d'administration ou du comité de gestion du risque, selon le cas;
- i) soumettre les modèles de gestion du risque, notamment pour l'évaluation et le calcul des marges, à une révision et à une validation indépendantes;
- j) présenter régulièrement aux organismes de réglementation des rapports sur les risques auxquels elles sont exposées et leur mode de gestion;
- k) présenter aux organismes de réglementation des rapports financiers qui indiquent notamment le risque global auquel elles sont exposées.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

**Systemes et technologie**

Le Comité estime que la réglementation encadrant les contreparties centrales au Canada devrait exiger un programme d'analyse et de surveillance du risque afin de cerner et de réduire les sources de risque opérationnel, particulièrement en ce qui concerne les systèmes et la technologie. Elle devrait exiger l'élaboration de contrôles et de procédures appropriés pour veiller à ce que les systèmes soient fiables, sûrs et dotés d'une extensibilité adéquate.

**Communication de l'information**

Le Comité recommande que chaque territoire représenté au sein des ACVM obtienne dans sa législation le pouvoir d'obliger les contreparties centrales à transmettre aux organismes de réglementation l'information nécessaire à la surveillance et d'établir la fréquence de transmission et la forme de l'information.

**Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire**

Étant donné que la majorité des contreparties aux opérations sur dérivés qu'ils concluent sont situées à l'extérieur du Canada, les participants au marché canadien devront de toute évidence faire appel à des contreparties centrales étrangères pour compenser, à tout le moins, certaines opérations sur dérivés de gré à gré. Le Comité estime que l'examen et la reconnaissance (ou la dispense de reconnaissance) de ces contreparties centrales doit être prioritaire pour que le Canada remplisse ses engagements du G20.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

**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. Il est conscient que certains participants au marché attendaient de consulter le présent document sur la compensation avant d'envoyer leurs commentaires sur les dispenses pour les utilisateurs finaux. Aussi acceptera-t-il tout commentaire portant sur les dispenses pour utilisateurs finaux relativement à la compensation.

Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La consultation prendra fin le 21 septembre 2012.

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

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

M<sup>e</sup> Anne-Marie Beaudoin  
 Secrétaire générale  
 Autorité des marchés financiers  
 800, square Victoria, 22<sup>e</sup> étage  
 C.P. 246, Tour de la Bourse  
 Montréal (Québec) H4Z 1G3  
 Télécopieur : 514-864-6381  
 Courriel : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto: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](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

**Questions**

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

Derek West  
Président du Comité des ACVM sur les dérivés  
Directeur de l'encadrement des dérivés  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4491  
[derek.west@lautorite.qc.ca](mailto:derek.west@lautorite.qc.ca)

Michael Brady  
Senior Legal Counsel  
British Columbia Securities Commission  
604-899-6561  
[mbrady@bcsc.bc.ca](mailto:mbrady@bcsc.bc.ca)

Kevin Fine  
Director, Derivatives Branch  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-8109  
[kfine@osc.gov.on.ca](mailto:kfine@osc.gov.on.ca)

Debra MacIntyre  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
Alberta Securities Commission  
403-297-2134  
[debra.macintyre@asc.ca](mailto:debra.macintyre@asc.ca)

Doug Brown  
General Counsel and Director  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204-945-0605  
[doug.brown@gov.mb.ca](mailto:doug.brown@gov.mb.ca)

Abel Lazarus  
Securities Analyst  
Nova Scotia Securities Commission  
902-424-6859  
[lazaruah@gov.ns.ca](mailto:lazaruah@gov.ns.ca)

Susan Powell  
Conseillère juridique principale  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
506-643-7697  
[susan.powell@nbsc-cvmnb.ca](mailto:susan.powell@nbsc-cvmnb.ca)

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

## 1. Introduction

En septembre 2009, le G20 a appelé de ses vœux l'amélioration des marchés financiers internationaux, et ses membres se sont engagés à réformer les marchés et leur encadrement avant la fin 2012 (les « engagements du G20 »). Comme il est indiqué dans le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le « Document de consultation 91-401<sup>3</sup> »), de nombreux efforts de collaboration internationale ont été entrepris par des groupes comme le Conseil de stabilité financière (CSF), l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC<sup>4</sup>.

Le présent document énonce les propositions du Comité sur la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré. Il traite tout d'abord de l'obligation de compensation par contrepartie centrale et des approches par lesquelles déterminer les dérivés qui y seraient assujettis, ainsi que de la compensation des opérations préexistantes, des délais de compensation par contrepartie centrale et de la reconnaissance des contreparties centrales. Il intègre les principes du CSPR et de l'OICV intitulés *Principles for Financial Market Infrastructures* (les « principes applicables aux infrastructures du marché financier ») et en préconise l'application, particulièrement en matière de gouvernance, de tarification des contreparties centrales, d'accès, de gestion du risque ainsi que de systèmes et de technologie. Enfin, il s'intéresse à la protection des actifs, à la déclaration des opérations et à la coopération entre organismes de réglementation relativement aux contreparties centrales et infrastructures étrangères. Le Comité invite les participants au marché et le public à présenter des mémoires en réponse aux questions posées dans le présent document de consultation ainsi que sur tout autre point qui y est évoqué.

## 2. Compensation obligatoire

En 2009, les dirigeants du G20 ont convenu que tous les dérivés de gré à gré normalisés devraient être compensés par contrepartie centrale au plus tard fin 2012. Dans un modèle de contrepartie centrale, une fois l'opération exécutée, soit directement entre les deux contreparties, soit en bourse ou sur une plateforme de négociation électronique, la contrepartie centrale devient la contrepartie de chaque partie au contrat. La compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale permet de gérer plus efficacement le risque de crédit des contreparties, ce qui a pour effet d'atténuer les difficultés si l'une d'elles ne remplit pas ses obligations. Le G20 estime, et nombre d'organismes de réglementation du marché partagent cette opinion, que la compensation par contrepartie centrale peut contribuer à la stabilité de nos marchés financiers et

<sup>3</sup> Se reporter au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

<sup>4</sup> Le contrôle et la coordination de la mise en œuvre des réformes liées aux dérivés de gré à gré sont assurées par le CSF en collaboration avec l'OICV et le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement. Voir *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, octobre 2010 (« Réformes du CSF »), [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101025.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf), et *Overview of Progress in the Implementation of the G20, Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, novembre 2011, [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104.pdf).

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

réduire le risque de marché. Nombre de dérivés faits sur mesure et se négociant purement de gré à gré et de façon bilatérale évoluent vers la normalisation et la compensation par contrepartie centrale, voire se négocient sur une plateforme électronique, et cette tendance se maintiendra<sup>5</sup>. De nouvelles incitations à compenser par contrepartie centrale apparaîtront pour les entités assujetties à une réglementation prudentielle en vertu du nouveau dispositif réglementaire de fonds propres de Bâle III. Cependant, cette évolution n'est pas linéaire et les intérêts divergents des marchés peuvent la perturber. Par conséquent, les membres du G20, dont les États-Unis et l'Union européenne (UE)<sup>6</sup>, ont exigé ou exigeront la compensation centrale des dérivés normalisés par voie d'obligations réglementaires.

En réponse au Document de consultation 91-401, certains intervenants se sont déclarés favorables à l'obligation de compenser par contrepartie centrale les dérivés de gré à gré admissibles à ce mode de compensation, tout en s'interrogeant sur les dérivés de gré à gré qu'il faudrait assujettir à cette obligation.

L'Association des banquiers canadiens (ABC) « [Traduction] *souscrit à la recommandation des ACVM de rendre obligatoire la compensation des dérivés de gré à gré qui sont jugés compensables et susceptibles de compensation* »<sup>7</sup>. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) se déclare « [Traduction] *très favorable à l'idée de rendre obligatoire la compensation des opérations sur dérivés qui sont jugées compensables* »<sup>8</sup> mais recommande de prévoir « [Traduction] *une période assez longue entre le moment où la contrepartie centrale reçoit la permission de compenser un produit et celui où la compensation de ce dernier devient obligatoire* ».

Le Groupe TMX abonde dans ce sens :

[Traduction] *Nous faisons nôtre la recommandation de rendre obligatoire la compensation centrale des dérivés de gré à gré. Cette mesure est avantageuse au microniveau (celui des sociétés), car elle favorise la rentabilité du capital, les économies en matière de garanties et l'efficacité opérationnelle, mais aussi au macroniveau (celui du système), notamment pour ce qui est de la gestion du risque systémique. La résilience du système financier canadien s'en trouvera grandement améliorée, de même que l'efficacité globale de ces marchés*<sup>9</sup>.

<sup>5</sup> Le Comité publiera prochainement un document de consultation sur la négociation.

<sup>6</sup> L'Australie propose d'exiger par voie législative la compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale, mais de prévoir les obligations par règlement seulement si nécessaire. Selon son rapport publié en mars 2012 (*OTC Derivatives Market Reform Considerations*), le conseil des organismes de réglementation financiers d'Australie indique que des incitations en matière de capitaux propres devraient suffire à favoriser la compensation par contrepartie centrale, mais qu'il fera un suivi serré pour voir si des obligations sont nécessaires. D'autres pays, comme l'Argentine, ont indiqué qu'ils ne jugent pas que leur marché des dérivés soit suffisamment important pour justifier l'intervention du législateur.

<sup>7</sup> Mémoire de l'Association des banquiers canadiens aux ACVM, 2011 (le « mémoire de l'ABC »).

<sup>8</sup> Mémoire de l'ISDA aux ACVM, le 14 janvier 2011 (le « mémoire de l'ISDA »).

<sup>9</sup> Mémoire du TMX aux ACVM, Toronto, Ontario, le 24 janvier 2011.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

Selon plusieurs intervenants, si la compensation par contrepartie centrale présente des avantages, elle impose le fardeau supplémentaire<sup>10</sup> de déposer une marge<sup>11</sup>, obligation qui pourrait dissuader les participants au marché de recourir aux dérivés pour gérer le risque, surtout les assureurs vie, les fonds gérés et les utilisateurs commerciaux finaux de dérivés.

Le Mouvement Desjardins a formulé le commentaire suivant en ce qui concerne la comptabilité de couverture :

*De plus, les organismes de réglementation devraient tenir compte des règles comptables qui réservent des traitements avantageux pour les transactions taillées sur mesure dans un cadre de gestion des risques. La compensation obligatoire et la normalisation des dérivés de gré à gré ne devraient pas se traduire par une volatilité accrue dans les états financiers des utilisateurs<sup>12</sup>.*

Malgré leurs commentaires favorables à la compensation par contrepartie centrale, les intervenants ont exprimé plusieurs préoccupations légitimes. Elles seront abordées dans les pages qui suivent, et le Comité en tiendra compte lorsqu'il rédigera les projets de règlements et de dispenses à l'attention des ACVM<sup>13</sup>.

Pour accroître la transparence et réduire le risque systémique, les organismes de réglementation du marché et les infrastructures du marché financier mettront en œuvre des règles qui entraîneront des changements dans certaines pratiques actuelles, changements qui pourraient se traduire par une hausse des coûts. En revanche, il est concevable que les économies découlant de la compensation par contrepartie centrale puissent diminuer le coût des marges.

## 2.1 Recommandations du Comité

Après avoir étudié les mémoires reçus en réponse au Document de consultation 91-401, le Comité propose que les organismes canadiens de réglementation du marché prennent les mesures nécessaires pour rendre obligatoire la compensation par contrepartie centrale des dérivés de gré à gré admissibles. Il recommande aussi que les membres des ACVM établissent des règles et des procédures :

<sup>10</sup> Dans les contrats bilatéraux entre une institution financière et une institution non financière, la première peut accorder à son client un crédit sans constitution de garantie pour couvrir le dépôt de la marge initiale. Le coût du crédit est intégré au prix du dérivé, mais il peut ne pas être clair, pour le client, que l'opération repose en fait sur une entente de crédit. Une obligation de compensation par contrepartie centrale pourrait se traduire par une augmentation des exigences de garantie du fait que le client aurait à remplir des exigences en matière de marge initiale et de marge de variation.

<sup>11</sup> La marge initiale dans une situation de compensation par contrepartie centrale se compose généralement d'espèces ou de titres très liquides – des formes de garanties plus limitées que ce qui est généralement accepté dans un contexte de compensation bilatérale. Cela pourrait poser un problème de taille à des participants comme les assureurs et les gestionnaires d'actifs qui n'ont que des positions acheteur, lesquels sont habitués à donner en garantie une gamme de titres plus vaste.

<sup>12</sup> Le Mouvement des caisses Desjardins, mémoire du 13 janvier 2011 (le « mémoire de Desjardins »).

<sup>13</sup> Voir la rubrique 6 *Dispenses de la compensation par contrepartie centrale*.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

- de détermination des dérivés de gré à gré qui sont admissibles à la compensation centrale et de ceux d'entre eux qu'il faudrait soumettre à l'obligation de compensation par contrepartie centrale, en décrivant les facteurs pertinents à cette fin;
- de détermination des participants tenus de compenser leurs dérivés de gré à gré;
- de reconnaissance des contreparties centrales;
- d'approbation des règles, procédures et politiques des contreparties centrales relatives à la compensation des dérivés de gré à gré.

### **3. Dérivés soumis à l'obligation de compensation**

Le Comité estime que les avantages de la compensation centralisée, dont la réduction du risque de contrepartie et l'augmentation de la transparence réglementaire, justifient la compensation obligatoire par contrepartie centrale de la gamme la plus large possible de dérivés de gré à gré. Il est toutefois manifeste que certains dérivés de gré à gré demeureront faits sur mesure, et donc non normalisés, pour pouvoir couvrir efficacement les risques des participants au marché. Ces dérivés seront par définition tellement illiquides que leur imposer une obligation de compensation par contrepartie centrale reviendrait à faire courir un risque inacceptable à la contrepartie centrale ou la forcerait à imposer de lourdes exigences de marge, ce qui rendrait les opérations trop onéreuses pour les parties. Dans un cas comme dans l'autre, il en résulterait des inefficiences sur le marché, car l'obligation de compenser par contrepartie centrale les dérivés faits sur mesure reviendrait à en interdire l'utilisation. Par conséquent, il y a lieu d'instaurer un processus de détermination des produits soumis à l'obligation de compensation par contrepartie centrale.

Le Comité propose de combiner deux approches : l'approche ascendante, dans laquelle l'organisme de réglementation du marché soumet à l'obligation de compensation par contrepartie centrale les dérivés de gré à gré qu'une contrepartie centrale compense ou se propose de compenser, et l'approche descendante, dans laquelle l'organisme de réglementation du marché a le pouvoir de déterminer les dérivés de gré à gré qu'il est souhaitable de compenser obligatoirement par contrepartie centrale, qu'une contrepartie centrale compense ou propose de les compenser ou non. Ces deux approches sont traitées en détail aux rubriques 3.1 et 3.2, ci-après.

Un des éléments clés de l'approche ascendante est que l'organisme de réglementation du marché reçoit des demandes pour tous les dérivés de gré à gré qu'une contrepartie centrale reconnue compense ou se propose de compenser, puis vérifie s'il est possible d'y appliquer l'obligation de

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

compensation<sup>14</sup>. À cette fin, l'organisme de réglementation du marché prend notamment en considération les facteurs suivants :

- les contrats sont ou peuvent être suffisamment normalisés pour être compensés par une contrepartie centrale;
- les instruments sous-jacents ou les marchés pour ceux-ci donnent suffisamment d'information sur l'établissement du prix;
- les contrats sont suffisamment liquides;
- les contrats pourraient faire courir des risques indus à la contrepartie centrale.

En outre, pour déterminer s'il convient d'imposer l'obligation de compensation, l'organisme de réglementation du marché comparera le risque pour le système financier si le dérivé de gré à gré continuait d'être compensé et réglé bilatéralement avec le risque qu'il ferait courir à la contrepartie centrale dans l'éventualité où elle le compenserait. Par exemple, si la contrepartie centrale n'est pas en mesure de gérer le risque d'un dérivé, celui-ci ne peut pas être assujéti à l'obligation de compensation. Les organismes de réglementation du marché devraient tenter d'atteindre une réduction nette du risque pour le système financier dans son ensemble.

*1. Normalisation*

Dans son rapport intitulé *Réformes du CSF*, le CSF recommande que les autorités élaborent des mesures incitant les participants au marché à utiliser des dérivés de gré à gré normalisés.

[Traduction] *La normalisation est une condition clé de la compensation centrale et de la négociation en bourse ou sur les plateformes électroniques. Elle contribue aussi à la transparence du marché. Pour promouvoir l'appel du G20 à une utilisation accrue de ces façons de faire plus sûres, les autorités doivent prendre des mesures adéquates incitant les participants au marché à utiliser des produits normalisés. En particulier, elles devraient faire en sorte que les participants au marché n'aient aucun intérêt à utiliser des produits non normalisés pour contourner des obligations en matière de compensation centrale et de négociation<sup>15</sup>.*

<sup>14</sup> Comme nous le verrons ci-après, cette vérification est distincte des procédures d'adoption des règles de compensation des nouveaux dérivés par une contrepartie centrale. S'il ressort de la vérification qu'un dérivé présenté ne devrait pas être assujéti à l'obligation de compensation, la contrepartie centrale pourra tout de même continuer d'offrir de le compenser volontairement, sous réserve des procédures distinctes d'adoption des règles.

<sup>15</sup> *Réformes du CSF*, p. 3.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

Le Comité estime qu'il faut tenir compte de plusieurs facteurs pour déterminer le niveau de normalisation des dérivés de gré à gré. Nous proposons que les produits qui reposent sur des documents juridiques normalisés et largement acceptés et utilisés, dont des caractéristiques et des clauses normalisées, soient examinés pour déterminer s'il convient de les soumettre à la compensation obligatoire.

Il faudrait aussi prendre en compte le niveau de normalisation du processus transactionnel des dérivés de gré à gré, c'est-à-dire savoir si les produits se prêtent au traitement direct, qui s'entend de l'automatisation de l'ensemble du processus, du lancement au règlement de l'opération. Le traitement direct réduit le risque découlant du traitement manuel après opération et le potentiel de perturbation majeure que le dénouement des positions d'un membre défaillant fait peser sur le marché<sup>16</sup>.

Les autres facteurs à prendre en considération sont notamment les suivants :

- la négociation éventuelle du contrat sur une plateforme de négociation électronique;
- l'existence de conventions et pratiques normalisées dans le secteur pour faire face aux événements qui surviennent pendant le cycle de vie des dérivés.

*2. Information adéquate sur l'établissement du prix*

La transparence du prix des opérations est nécessaire pour soutenir le cadre de gestion du risque de la contrepartie centrale. Le calcul du montant des marges initiales requiert des renseignements historiques sur l'établissement du prix, notamment dans toutes les conjonctures du marché, pour calculer le montant des marges initiales. L'information courante sur l'établissement du prix est importante parce qu'elle permet à la contrepartie centrale de comprendre la variation des risques liés aux positions sur dérivés qui découle des facteurs de marché. Cette information est également nécessaire pour établir les exigences de marge de variation. De plus, les contreparties centrales devraient élaborer d'autres méthodes d'établissement du prix en cas de perturbation des canaux habituels. Au final, elles devraient avoir accès à suffisamment de données et être en mesure d'établir indépendamment le prix de ces instruments.

<sup>16</sup> Pour un exposé des initiatives canadiennes en matière de traitement direct, voir l'Avis de consultation 24-401 des ACVM, *Document de discussion sur le traitement direct et avis de consultation, Supplément au bulletin sur les valeurs mobilières de l'Autorité des marchés financiers, 2004-06-11 Vol. 1 n° 19, 11 juin 2004* (le « Document de consultation 24-401 »), et l'Avis 24-301 des ACVM, *Réponses aux commentaires reçus sur le Document de discussion 24-401 sur le traitement direct, le projet de Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations, et le projet d'Instruction générale relative au Règlement 24-101 sur l'appariement et le règlement des opérations, Supplément au bulletin sur les valeurs mobilières de l'Autorité des marchés financiers, 2005-02-11 Vol. 2 n° 6, 11 février 2005*.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

3. *Liquidité*

Pour se prêter à la compensation centralisée, les dérivés doivent être suffisamment liquides pour que la contrepartie centrale puisse gérer ses risques en cas de défaillance d'un participant. Dans ce cas, en effet, la liquidité lui laisserait le choix de transférer les positions du participant à un autre, de compenser son exposition à la contrepartie non défaillante en concluant un contrat de sens opposé avec une autre contrepartie, ou encore de liquider les positions.

En réponse au Document de consultation 91-401, l'ISDA a préconisé une application prudente du critère de la liquidité suffisante et recommandé certains paramètres pour évaluer la liquidité d'un produit :

*[Traduction] Nous estimons qu'il faut appliquer très prudemment l'obligation de « liquidité suffisante ». Nous le soulignons de nouveau parce que la contrepartie centrale doit calculer la marge nette chaque jour et doit connaître le prix pour ce faire. Qui plus est, comme cette obligation s'applique pendant tout le cycle de vie de l'opération, la disponibilité du prix doit être garantie quelle que soit la conjoncture, compris si les marchés sont tendus.*

*Il faut approfondir l'analyse pour déterminer s'il existe une liquidité suffisante pour chaque catégorie de dérivés. Certains paramètres de liquidité pour chaque produit sont : un nombre minimal de teneurs de marché, la fréquence des opérations (quotidiennes), et la profondeur du marché (les opérations réalisées quotidiennement ne doivent pas être insignifiantes). Certains produits peuvent respecter ces exigences ou non, selon leur durée<sup>17</sup>.*

4. *Risque excessif pour la contrepartie centrale*

La contrepartie centrale doit disposer de l'expertise et de la capacité opérationnelle nécessaires à une gestion efficiente de tous les risques liés aux produits qu'elle compense. Elle doit disposer de la capacité, de la technologie et des ressources nécessaires pour gérer le volume et la taille des contrats liés à chacun de ces produits. Elle doit être à même de déterminer si un dérivé lui ferait courir un risque excessif et, en conséquence, ne devrait pas être compensé.

En réponse au Document de consultation 91-401, certains intervenants ont soulevé la question de la méthode que les organismes de réglementation devraient adopter pour savoir

---

<sup>17</sup> Mémoire de l'ISDA.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

quels dérivés de gré à gré seraient compensables. Plusieurs réponses mentionnaient des critères largement semblables à ceux évoqués ci-dessus et dans la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (la « loi Dodd-Frank »)<sup>18</sup>, mais certains intervenants en ont cité d'autres. Dans son mémoire, l'ABC se déclare favorable à la méthode présentée dans le Document de consultation 91-401 mais recommande un régime harmonisé avec la réglementation internationale et faisant intervenir les facteurs supplémentaires suivants :

[Traduction] *Étant donné qu'une grande partie des activités des institutions financières canadiennes en matière de dérivés (sauf les dérivés sur actions) fait intervenir des contreparties étrangères et qu'il est impératif d'harmoniser le régime canadien de réglementation des dérivés avec la réglementation internationale, les critères servant à déterminer les dérivés de gré à gré admissibles à la compensation devraient correspondre de manière générale avec ceux qui sont appliqués ou proposés en vertu des lois étrangères analogues, notamment : i) la réduction du risque systémique; ii) la liquidité des contrats; iii) la disponibilité d'information sur l'établissement ou l'évaluation du prix; iv) la capacité d'au moins une chambre de compensation (une « contrepartie centrale ») de traiter le volume de contrats; v) le niveau de protection des clients procuré par la contrepartie centrale; et vi) les coûts de la compensation*<sup>19</sup>.

Le Mouvement Desjardins a aussi recommandé que la détermination des opérations qui devraient être assujetties à l'obligation de compensation par contrepartie centrale prenne en compte des facteurs supplémentaires :

*Desjardins approuve l'option recommandée [...] Les organismes de réglementation devraient prendre en compte les facteurs suivants :*

- *Le volume du marché de l'instrument dérivé;*
- *Le nombre de participants du marché de l'instrument dérivé;*
- *La taille des participants du marché de l'instrument dérivé;*
- *La liquidité disponible des participants du marché de l'instrument dérivé;*
- *Les facteurs de l'instrument dérivé, c'est à dire la méthode d'évaluation du calcul de marge quotidien, les dates de paiement et l'échéance;*

<sup>18</sup> Loi Dodd-Frank, sous-paragraphe 723(h)(2)(D).

<sup>19</sup> Mémoire de l'ABC.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

- *La complexité de l'instrument dérivé*<sup>20</sup>.

### 3.1 Approche ascendante

Le Comité estime que les organismes de réglementation du marché devraient utiliser une approche ascendante lorsqu'une contrepartie centrale leur soumet des dérivés de gré à gré (ou un groupe, une catégorie ou un type de dérivés de gré à gré) qu'elle compense déjà ou se propose de compenser pour déterminer si les produits en question sont admissibles à la compensation par contrepartie centrale et s'il y a lieu de les assujettir à la compensation obligatoire. Cette approche ascendante leur fournirait de l'information sur la conception des contrats, les marchés et les sous-jacents, l'établissement du prix et les facteurs de risque, y compris les risques systémiques éventuels.

Pour se donner les moyens d'évaluer efficacement si un produit est admissible à la compensation par contrepartie centrale et devrait être soumis à l'obligation de compensation, les organismes de réglementation du marché devraient préciser clairement l'information qu'ils s'attendent à recevoir de la contrepartie centrale selon l'approche ascendante. La soumission de la contrepartie centrale comprendrait, entre autres, une description des caractéristiques principales du produit, le type de transaction dont le produit fait l'objet (par exemple, sur une plateforme de négociation électronique), les modalités du cadre de gestion du risque de la contrepartie centrale et l'échéancier de la contrepartie centrale pour commencer à compenser le produit.

Qui plus est, les organismes de réglementation du marché devraient, une fois reçue la soumission d'une contrepartie centrale, suivre des procédures transparentes et précises pour déterminer s'il convient d'imposer l'obligation de compensation. De manière générale, ces procédures consisteraient notamment à recueillir de l'information sur le produit et les marchés sur lesquels il se négocie ainsi que les restrictions éventuelles auxquelles la contrepartie centrale peut être assujettie, et à consulter les parties intéressées, dont les autres organismes de réglementation, pour s'aider dans l'évaluation du produit, le cas échéant.

Ce processus de détermination ascendant est distinct des processus actuels d'approbation des règles des chambres de compensation<sup>21</sup>. La Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis précise en quoi consistent les différentes obligations de dépôt :

[Traduction] *La chambre de compensation qui envisage d'admettre un swap sur titres à la compensation doit le soumettre à la Commission pour lui permettre de*

<sup>20</sup> Mémoire de Desjardins.

<sup>21</sup> En Ontario, les « agences de compensation » doivent soumettre leurs modifications de règles à la CVMO; au Québec, les chambres de compensation peuvent autocertifier que les modifications de règles respectent la *Loi sur les dérivés*, mais l'Autorité des marchés financiers peut examiner cette autocertification à tout moment.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*décider si le swap ou un groupe, une catégorie ou un type de swaps sur titres doit être compensé. Comme nous l'indiquons dans la section I, lorsque l'admission d'un swap sur titres (ou d'un groupe, d'une catégorie ou d'un type de swaps sur titres) à la compensation constitue un changement dans une politique, une pratique ou une interprétation de la chambre de compensation, celle-ci doit également déposer un projet de modification de ses règles. Dans ce cas, la Commission doit déterminer i) s'il convient d'approuver le projet de modification des règles de la chambre de compensation pour permettre la compensation du swap sur titres et ii) si le swap sur titres est assujéti à la compensation obligatoire<sup>22</sup>.*

En réponse au Document de consultation 91-401, plusieurs intervenants, dont le Working Group of Commercial Energy Firms, ont déclaré que l'approche ascendante est la plus appropriée :

*[Traduction] Le groupe de travail est favorable à la recommandation du Comité de n'appliquer l'obligation de compensation centralisée qu'aux contrats normalisés. Il sera probablement toujours difficile de définir ce qu'est un « contrat normalisé ». La meilleure solution est donc que les contreparties centrales [...] indiquent les contrats qui pourraient être visés par l'obligation de compensation centralisée et, sur demande, que les organismes de réglementation déterminent si ces contrats sont compensables par une contrepartie centrale. Les organismes de réglementation devraient en aviser le public et l'inviter à leur indiquer si, selon lui, un contrat donné est compensable par une contrepartie centrale<sup>23</sup>.*

La Commodity Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis a établi, en vertu de la loi Dodd-Frank, un règlement énonçant les critères qu'elle doit appliquer pour désigner lesquels des dérivés que lui soumettent les contreparties centrales sont assujéti à la compensation obligatoire.

La CFTC prend sa décision d'après l'information présentée par la contrepartie centrale, et notamment : la garantie que l'organisme de compensation désigné est autorisé à admettre un dérivé, l'information sur l'existence d'un montant notionnel significatif, d'un marché liquide pour les dérivés négociés et de données adéquates sur l'établissement du prix, l'information sur les règles et l'expertise de l'organisme de compensation désigné, l'information sur l'effet de la compensation du dérivé sur l'atténuation du risque systémique, l'existence d'une certitude juridique en cas d'insolvabilité de l'organisme de compensation désigné concerné ou d'un ou plusieurs de ses membres compensateurs, les caractéristiques du produit, les normes d'admissibilité des participants, les sources, modèles et procédures d'établissement du prix, les

<sup>22</sup> *Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011, p. 44464 et suivantes*

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>.

<sup>23</sup> Mémoire du Working Group of Commercial Energy Firms aux ACVM, 14 janvier 2011,

[http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com\\_20110114\\_91-401\\_mcindoeed\\_menezesm\\_sweeneyr.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20110114_91-401_mcindoeed_menezesm_sweeneyr.pdf), p. 4.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

procédures de gestion du risque, les règles et procédures ainsi que toute autre information demandée par la Commission<sup>24</sup>.

La SEC a proposé des lignes directrices destinées aux contreparties centrales pour démontrer leur conformité aux critères prévus par son projet de règlement pris en vertu de la loi Dodd-Frank. Ces lignes directrices portent notamment sur l'information que les contreparties centrales devraient fournir si elles se proposent de compenser un swap ou une catégorie de swaps :

[Traduction] *Dans sa description du swap sur titres ou de tout groupe, catégorie ou type de swaps sur titres qu'elle compte admettre, la chambre de compensation peut indiquer les caractéristiques du produit, en joignant, le cas échéant, des exemplaires de la documentation juridique normalisée, des modalités contractuelles généralement acceptées [...] des pratiques normalisées de gestion et de communication des événements du cycle de vie du swap sur titres et des ajustements connexes, ainsi que la façon dont l'information contenue dans la confirmation de l'opération est transmise. La chambre de compensation peut également exposer sa capacité financière et opérationnelle d'assurer des services de compensation à tous ses clients, sous réserve des obligations de compensation applicables au swap sur titres. Enfin, la chambre de compensation peut inclure une analyse de l'effet de l'obligation de compensation sur le marché du groupe, de la catégorie ou du type de swaps sur titres, aux États-Unis et à l'étranger, notamment l'effet possible sur la liquidité et l'activité du marché, l'utilisation de swaps sur titres par des participants directs et indirects au marché ainsi que tout risque de perturbation du marché ou tout avantage potentiel pour celui-ci. Cette analyse peut indiquer si les membres de la chambre de compensation disposent de la capacité opérationnelle et financière d'absorber les demandes de compensation (notamment des participants ayant indirectement accès au marché) qui pourraient résulter de la décision d'exiger la compensation du swap<sup>25</sup>.*

L'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a aussi élaboré une méthode d'évaluation de l'admissibilité des dérivés de gré à gré à la compensation<sup>26</sup>. À l'heure actuelle, elle travaille à la mise en œuvre de normes techniques qui toucheront tous les dérivés de gré à gré conclus par

<sup>24</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011, p. 44464 et suivantes

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>.

<sup>25</sup> Federal Register / Vol. 75, No. 250 / Thursday, December 30, 2010 / Proposed Rules, p. 82490 et suivantes, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2010-12-30/pdf/2010-32085.pdf>, p. 82495.

<sup>26</sup> On a proposé que la contrepartie centrale qui reçoit l'approbation de compenser un dérivé en avise l'AEMF, laquelle disposerait alors de six mois pour déterminer si la catégorie de dérivés pertinente devrait être soumise à l'obligation de compensation. L'AEMF doit évaluer : la réduction du risque systémique dans le système financier, la liquidité des contrats, la disponibilité d'information sur l'établissement du prix, la capacité de la contrepartie centrale de traiter le volume, et le niveau de protection procuré au client par la contrepartie centrale. Une consultation publique serait tenue.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

deux contreparties financières, une contrepartie financière et une contrepartie non financière, et deux contreparties non financières<sup>27</sup>.

Le marché, le dérivé, la contrepartie centrale et les contreparties constituent les facteurs à prendre en considération pour déterminer si un dérivé devrait être assujéti à l'obligation de compensation. Cette analyse devra tenir compte des caractéristiques propres au marché canadien, telles que la taille et la profondeur de la liquidité ou l'homogénéité des participants au marché (lorsque leurs portefeuilles ont des profils de risque très proches). L'approche ascendante peut être complétée par l'approche descendante abordée ci-dessous.

### 3.2 Approche descendante

Selon l'approche descendante, les organismes de réglementation du marché analysent les données de marché, et notamment celles fournies par les référentiels centraux de données, pour relever les dérivés ou catégories de dérivés qu'il pourrait y avoir lieu de soumettre à l'obligation de compensation centrale. Les organismes canadiens de réglementation du marché examineraient aussi les décisions des organismes de réglementation étrangers exigeant la compensation de certains dérivés ou catégories de dérivés.

Si l'examen des données conduit les organismes canadiens de réglementation du marché à conclure qu'un instrument se prête à la compensation par contrepartie centrale, nous effectuerons une analyse du marché, en consultant notamment les contreparties centrales pertinentes, et déciderons ensuite si un dérivé ou une catégorie de dérivés est compensable et doit par conséquent être compensé par une contrepartie centrale reconnue, ou s'il ne respecte pas les critères d'admissibilité et n'est donc pas assujéti à la compensation obligatoire. La décision tiendra compte des facteurs susmentionnés : normalisation du dérivé, liquidité du marché, possibilité d'établir le prix avec précision, risque que le dérivé pourrait faire courir à la contrepartie centrale et coût pour les participants au marché.

La CFTC a proposé dans le nouveau paragraphe 39 un processus d'examen des dérivés qui n'ont pas été admis à la compensation :

*[Traduction] (1) La Commission examine en continu les swaps qui n'ont pas été admis à la compensation par une chambre de compensation de dérivés pour décider s'ils doivent être compensés. Dans le cadre de ces examens, elle utilise l'information fournie conformément à ses règlements par des référentiels centraux de données de swaps, des courtiers en swaps et les principaux participants à ce marché ainsi que toute autre information disponible.*

<sup>27</sup> Conseil de l'Union européenne, 14 juin 2011, *Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les transactions sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux* (« UE, 14 juin 2011 »), p. 34.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

[...]

*(3) Si aucune chambre de compensation de dérivés n'a admis à la compensation un swap, un groupe, une catégorie ou un type de swaps qui, selon la Commission, serait assujetti à l'obligation de compensation, la Commission prend les mesures suivantes :*

*(i) elle enquête sur les faits et circonstances pertinents;*

*(ii) dans les 30 jours de la fin de son enquête, elle délivre un rapport public faisant état de ses conclusions;*

*(iii) elle prend les mesures qu'elle juge nécessaires et dans l'intérêt public, et peut notamment exiger des parties au swap, au groupe, à la catégorie ou au type de swaps qu'elles conservent une marge adéquate ou des fonds propres suffisants<sup>28</sup>.*

Les contreparties centrales sont les mieux placées pour déterminer si un dérivé donné leur ferait courir un risque excessif, à elles ou à leurs membres, s'il était compensé. Le CSF note que « [Traduction] les autorités devraient déterminer les produits à soumettre à l'obligation de compensation, mais ne devraient obliger aucune contrepartie centrale à compenser un produit dont elle ne peut gérer le risque efficacement ni exiger la compensation par contrepartie centrale dans les situations qui ne correspondent pas aux objectifs du G20<sup>29</sup> ».

Les organismes de réglementation du marché peuvent conclure qu'un dérivé est suffisamment normalisé et remplit les obligations réglementaires pour être compensé par contrepartie centrale. Toutefois, c'est à la contrepartie centrale que devrait revenir la décision de compenser un dérivé ou non en fonction de son analyse du risque (et non pour des raisons anticoncurrentielles).

L'approche descendante permettra aux organismes de réglementation d'acquiescer et de maintenir une compréhension des dérivés négociés, de l'évolution du marché et de l'application qui est faite des objectifs du G20. En outre, elle leur donnera l'occasion d'entreprendre des discussions sur les avantages, notamment en matière de gestion du risque, de compenser certaines catégories de dérivés.

Le Comité observe aussi que les facteurs utilisés pour déterminer si un dérivé peut être compensé, comme la profondeur du marché et la liquidité, la possibilité d'établir les prix de manière efficiente et précise ainsi que le risque que les dérivés de gré à gré font courir aux contreparties centrales, évoluent constamment et changeront avec le temps. Les organismes de réglementation les

<sup>28</sup> *Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011, p. 44464 et suivantes, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>, p. 44474.*

<sup>29</sup> *Réformes du CSF, p. 4.*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

analyseront périodiquement et se serviront de l'approche descendante pour déterminer s'ils doivent toujours assujettir un dérivé de gré à gré donné à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Si l'analyse révèle une telle détérioration des facteurs qu'un dérivé ne se prête plus à la compensation centrale, les organismes de réglementation du marché publieront leurs conclusions et demanderont une consultation publique avant de décider s'il convient de ne plus soumettre le dérivé à cette obligation.

### 3.3 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les organismes de réglementation du marché adoptent des règles de détermination des dérivés admissibles à la compensation par contrepartie centrale qui s'inspirent des meilleures pratiques internationales, notamment celles que la CFTC et l'AEMF élaborent actuellement. Il estime qu'une approche coordonnée de détermination des dérivés à soumettre à la compensation obligatoire selon les approches ascendante et descendante donnera des certitudes au marché et garantira une analyse cohérente du risque.

Par ailleurs, le Comité propose que les organismes de réglementation du marché tiennent un registre des dérivés jugés admissibles à la compensation centrale et assujettis à la compensation obligatoire par contrepartie centrale et le mettent à la disposition du public sur les sites Web des membres du Comité.

Le Comité propose les organismes de réglementation du marché prennent des règlements qui obligent les contreparties centrales à soumettre aux organismes de réglementation tous les dérivés ou catégories de dérivés pour qu'ils puissent les examiner et décider, le cas échéant, si tous les participants au marché qui ne sont pas dispensés de l'obligation de compensation doivent les compenser. Il propose de prévoir par règlement la procédure à suivre et les critères à appliquer pour prendre cette décision. Il estime également que la procédure devrait prévoir une période de consultation publique.

Le Comité est d'avis qu'une période de consultation publique de 60 jours, à l'instar de ce que proposent les organismes de réglementation américains, donnerait suffisamment de temps aux participants intéressés pour formuler des commentaires. Il propose que cette période de consultation s'inscrive dans une période d'examen réglementaire pour que les décisions en matière de compensation soient prises dans un délai raisonnable. Le Comité recommande d'instaurer un protocole de communication entre les membres des ACVM pour harmoniser le processus d'examen.

Pour chacune de ces approches, le Comité propose d'instaurer une procédure claire pour publier les décisions. Cette procédure prévoirait une période de consultation publique de 60 jours et des consultations auprès des contreparties centrales appelées à compenser les instruments. Si une contrepartie centrale n'admet pas à la compensation un dérivé jugé assujetti à la compensation

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

obligatoire, l'organisme de réglementation du marché effectuera d'autres analyses et publiera un rapport faisant état de ses conclusions. Cette analyse pourrait conduire à l'établissement d'exigences de fonds propres minimaux ou de marge minimale pour les dérivés compensés de façon bilatérale ou à l'introduction d'autres restrictions sur les opérations.

Le Comité propose également de recourir à l'approche descendante pour déterminer si un dérivé déjà assujéti à la compensation obligatoire par contrepartie centrale demeure compensable de cette façon. Si les organismes de réglementation jugent qu'un dérivé ne doit plus être assujéti à cette obligation, ils lanceront une consultation publique sur leurs conclusions avant de conclure leur évaluation et d'arrêter leur décision.

Par ailleurs, il faudra poursuivre l'élaboration de normes internationales pour déterminer les dérivés à assujétir à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. Il est à noter que la législation en matière de confidentialité en vigueur dans certains pays pourrait rendre difficile, voire impossible, d'obtenir de l'information sur un dérivé ou le marché sous-jacent, ce qui compliquerait d'autant ce processus.

#### **4. Compensation des opérations préexistantes (*back-loading*)**

Les dérivés qui ne sont pas compensés ou le sont de façon bilatérale et qui préexistaient à l'instauration de l'obligation de compensation pourraient profiter de la compensation par contrepartie centrale. Or, exiger la compensation « rétroactive » (*back-loading*) de ces opérations par une contrepartie centrale présente des aspects d'une grande complexité, tels que la renégociation des contrats et l'annulation des accords de garantie.

L'UE a proposé que les opérations sur dérivés conclues après l'instauration de la compensation obligatoire ou qui ont été conclues ou fait l'objet d'une novation après la mise en œuvre de la réglementation, mais avant l'instauration de la compensation obligatoire, soient compensées par une contrepartie centrale reconnue si leur date d'échéance est postérieure à une date que doit fixer l'AEMF.

Le Comité n'ignore pas que l'obligation de compenser des opérations préexistantes entraînerait des coûts non négligeables pour les participants au marché sans leur procurer d'avantage notable dans certaines situations, particulièrement lorsque les dérivés de gré à gré doivent être conclus à brève échéance. Selon le Comité, il faut sopeser les coûts et les avantages de la compensation rétroactive pour déterminer ce qui convient le mieux à nos marchés.

##### **4.1 Recommandations du Comité**

Le Comité propose que les participants soient tenus de compenser les nouvelles opérations sur dérivés de gré à gré qui sont jugées assujétiées à l'obligation de compensation par contrepartie centrale. La compensation des opérations préexistantes devrait se faire de façon volontaire. Cependant, les opérations préexistantes sur dérivés à compensation obligatoire qui font l'objet

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

d'une novation ou d'une cession (et deviennent ainsi de nouvelles opérations) seront soumises à l'obligation de compensation. Une fois que les organismes de réglementation du marché disposeront de suffisamment de données des référentiels centraux et d'autres sources, le Comité propose qu'ils les examinent afin de déterminer si d'autres obligations de compensation des opérations préexistantes sont appropriées.

## 4.2 Consultation

Question 1 : Selon vous, les caractéristiques de certaines catégories de dérivés de gré à gré les rendent-elles admissibles à la compensation par contrepartie centrale d'après les facteurs exposés dans le présent document? Dans l'affirmative, quelles catégories d'actifs en seraient exclues et pour quelles raisons?

Question 2 : Pour quelles catégories d'actifs considérez-vous que la compensation par contrepartie centrale est inappropriée ou n'est pas actuellement faisable selon les facteurs exposés dans le présent document et pour quelles raisons?

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

## 5. Délais de compensation

Pour gérer le risque, il est essentiel que les contreparties déclarent rapidement les opérations sur dérivés à une contrepartie centrale et que celle-ci accepte ou refuse de les compenser dans les plus brefs délais, car cela réduit la possibilité que le risque de marché n'entraîne des pertes inutiles s'il se produit une variation importante de la valeur ou un autre événement de marché avant la compensation.

La CFTC propose ce qui suit :

*[Traduction] Tel qu'il était proposé, le projet de disposition 39.12(b)(7)(ii) exigeait que les organismes de compensation désignés acceptent dès leur exécution toutes les opérations exécutées sur un [marché de contrats désigné] ou une [plateforme d'exécution de swaps]. Certains organismes de compensation désignés et d'autres intervenants ont dit craindre que cette obligation n'expose ces organismes à des risques injustifiés puisqu'ils doivent pouvoir sélectionner les opérations d'après leur conformité aux règles applicables des chambres de compensation qui se rapportent aux critères sur les produits et le crédit. La Commission reconnaît que, même si, à l'heure actuelle, certains marchés à terme acceptent les opérations pour compensation dès leur exécution, il pourrait être impossible d'en faire autant pour l'ensemble des marchés pour lesquels il y a compensation. Ainsi, lorsqu'un même produit compensé est négocié sur plusieurs systèmes d'exécution,*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*l'organisme de compensation désigné doit pouvoir regrouper le risque des opérations qui lui sont soumises afin de veiller à ce que le membre compensateur ou le client n'excède pas ses limites de crédit. La Commission propose donc de modifier cette disposition afin de permettre aux organismes de compensation désignés de sélectionner les opérations d'après les critères applicables aux produits et au crédit avant de les accepter ou de les refuser. Conformément aux principes en matière de libre accès, la proposition exigerait que ces critères ne soient pas discriminatoires à l'égard des places de négociation et des participants à la compensation. La Commission reste d'avis que l'acceptation ou le refus d'une opération pour compensation presque en temps réel est indispensable à une gestion efficace du risque et à un fonctionnement efficient des places de négociation. Plutôt que d'établir un délai précis, elle propose une norme consistant à opérer compensation « dès qu'il est technologiquement possible de le faire si des systèmes entièrement automatisés sont utilisés ». Elle s'attend à ce que, selon cette norme, le délai nécessaire pour opérer compensation se compte en millisecondes ou en secondes ou, au plus, en quelques minutes, et non en heures ou en jours<sup>30</sup>.*

## 5.1 Recommandations du Comité

Le Comité estime que les contreparties canadiennes devraient être tenues de transmettre leurs opérations assujetties à l'obligation de compensation à une contrepartie centrale reconnue dès que possible et, dans tous les cas, au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution. Il est également d'avis que les contreparties centrales devraient être tenues d'examiner chaque opération dès que possible pour veiller à ce qu'elle soit conforme à leurs règles et ne leur fait pas courir de risque excessif. Elles devraient communiquer leur décision de l'accepter ou de la refuser dès que l'examen est terminé, et au plus tard à la fin du jour ouvrable.

Pour les dérivés qui sont compensés volontairement, soit les opérations sur dérivés de gré à gré qui ne sont pas exécutées sur une place de négociation agréé ni assujetties à la compensation obligatoire, le Comité recommande que la contrepartie centrale recevant de telles opérations rapidement, c'est-à-dire au plus tard à la fermeture des bureaux le jour de l'exécution, soit assujettie à la même obligation de les accepter ou de les refuser avant la fin du jour ouvrable.

Si un dérivé assujetti à l'obligation de compensation est négocié sur une place de négociation reconnue, les contreparties (ou la place de négociation agissant en leur nom) doivent transmettre l'opération dès que possible. Il est préférable que ce processus soit entièrement automatisé et que les systèmes des places de négociation et des contreparties centrales soient intégrés.

<sup>30</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 147 / Monday, August 1, 2011 / Proposed Rules, p. 45732-3, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-19365a.pdf>, p. 45732-3.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

## 5.2 Consultation

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

## 6. Dispenses de la compensation par contrepartie centrale

La plupart des opérations sur dérivés devront être compensées par contrepartie centrale, mais certaines opérations conclues par certaines catégories de participants seront cependant dispensées de cette obligation.

### 6.1 Utilisateurs finaux

Le Comité a proposé une dispense pour certains utilisateurs finaux dans le Document de consultation 91-405 des ACVM, *Dérivés : Dispense pour les utilisateurs finaux*<sup>31</sup>, publié le 13 avril 2012. Ce document décrivait la dispense et invitait les intervenants à se prononcer sur certaines questions qu'elle soulève.

### 6.2 Opérations intragroupe

L'Union européenne a proposé de dispenser les « transactions intragroupe » de l'obligation de compensation<sup>32</sup>. La proposition<sup>33</sup> définit les « transactions intragroupe », et ce sont essentiellement des opérations effectuées entre deux entités apparentées, appartenant au même groupe ou ayant des liens et, dans le cas d'institutions financières, qui sont comprises dans les mêmes états financiers consolidés, et dont les contreparties sont soumises aux mêmes procédures d'évaluation, de mesure et de contrôle des risques<sup>34</sup>.

Certains commentateurs américains plaident en faveur d'une dispense pour ces opérations. Ils font valoir que les opérations intragroupe servent généralement à regrouper le risque au sein d'un même registre ou portefeuille. Ils soutiennent qu'en rendant obligatoire la compensation de ces opérations, on ne fait que multiplier le nombre d'opérations compensées sans toutefois réduire les risques pour la contrepartie centrale. Dans son mémoire présenté à la SEC et à la CFTC, JP Morgan fait valoir qu'en raison de la mutualisation des risques inhérente aux contreparties centrales, l'introduction de swaps additionnels et, dans les faits, inutiles auprès des chambres de compensation se traduirait par un accroissement plutôt que par une réduction du risque systémique<sup>35</sup>. De surcroît, l'ISDA postule que l'augmentation des exigences de marge qui en résulterait pourrait donner lieu à la surutilisation des liquidités du groupe<sup>36</sup>. Ainsi, si les

<sup>31</sup> Se reporter au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012avril13-91-405-cons-fr.pdf>.

<sup>32</sup> UE, 14 juin 2011, paragraphe 3(a).

<sup>33</sup> *Ibid.*, paragraphe 2(a).

<sup>34</sup> L'Union européenne aborde également la question des dispenses pour les contreparties qui font partie du même système de protection institutionnel, *Ibid.* paragraphe 2(a).

<sup>35</sup> Voir le mémoire de J.P. Morgan à la CFTC et à la SEC, 3 juin 2011.

<sup>36</sup> Voir le mémoire de l'ISDA à la CFTC, 22 décembre 2010, p. 9.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

contreparties sont contrôlées par la même entité et qu'essentiellement, les positions se compensent l'une l'autre, ces opérations n'ajoutent, d'un point de vue comptable, aucun risque implicite.

### 6.3 Consultation

Le Comité estime qu'il faut considérer toute dispense de l'obligation de compenser les opérations intragroupe à la lumière de deux situations : i) lorsque l'opération intervient entre deux entités liées qui ont accès aux mêmes capitaux fournis par l'une d'elles ou la société mère; et ii) lorsque l'opération est conclue entre deux entités liées qui sont financées séparément de sorte que l'opération entraîne un changement du risque couru par chacune d'elles à l'égard de tiers.

Le Comité craint qu'une dispense générale de l'obligation de compensation par contrepartie centrale pour les opérations intragroupe ne se traduise, dans certains cas, par une augmentation du risque pour le marché ou les tiers. C'est pourquoi il ne propose pas de prévoir de dispense de cet ordre.

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

## 7. Reconnaissance des contreparties centrales

Vu l'importance des contreparties centrales dans les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20, le Comité recommande que les contreparties centrales soient reconnues pour exercer des activités au Canada<sup>37</sup>. La reconnaissance par un organisme canadien de réglementation du marché sera obligatoire si la contrepartie centrale exerce des activités ou offre des services de compensation à une personne exerçant des activités ou résidant dans le territoire de compétence de l'organisme. Cela ne se limite toutefois pas à la présence physique de la contrepartie centrale : la contrepartie centrale présente dans une autre province canadienne ou à l'étranger peut exercer des activités dans d'autres territoires du Canada à partir desquels elle offre des services à des personnes qui résident dans un territoire ou sont inscrites pour y exercer des activités. Certains organismes de réglementation du marché peuvent la dispenser de l'obligation de reconnaissance, à certaines conditions et sous réserve qu'elle soit encadrée adéquatement dans son territoire d'origine et que d'autres facteurs soient respectés.

Pour être reconnue, la contrepartie centrale devrait démontrer qu'elle respecte les principes applicables aux infrastructures du marché<sup>38</sup> et certains critères relatifs à la gouvernance, à la

<sup>37</sup> Actuellement, seuls l'Alberta, le Québec et l'Ontario exigent la reconnaissance des contreparties centrales ou la dispense de cette obligation (une « chambre de compensation » au Québec et une « agence de compensation » en Ontario et en Alberta). D'autres territoires ont proposé ou proposeront des modifications législatives afin d'exiger la reconnaissance des contreparties centrales.

<sup>38</sup> Voir la rubrique 8 CSPP-OICV.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

tarification, à l'accès, aux règles, à l'application régulière de la loi, à la gestion du risque, aux systèmes et à la technologie, à la viabilité et à l'information financières, à la fiabilité opérationnelle, à la protection des actifs, à l'impartition, à l'échange d'information et à la coopération réglementaire<sup>39</sup>.

## 7.1 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les organismes de réglementation du marché se voient confier la reconnaissance et la réglementation des contreparties centrales. Il propose que ces organismes aient le pouvoir d'assortir de conditions la reconnaissance ou la dispense de reconnaissance de ces entités, d'approuver ou de refuser leurs règles et procédures, de subordonner ces règles, dont leur modèle de gestion du risque, à certaines conditions, de recevoir et d'examiner leurs dépôts périodiques, dont leurs états financiers, et de procéder à des inspections régulières et ponctuelles.

## 8. CSPR – OICV

En 2001, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) a publié le rapport intitulé *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*<sup>40</sup>. En novembre 2004, le CSPR et le Comité technique de l'OICV ont publié conjointement le document intitulé *Recommendations for Central Counterparties* (les « RCCP »)<sup>41</sup>. Ces documents sont devenus la norme mondiale en matière de structure et de surveillance des contreparties centrales. Une révision de ces normes entreprise en janvier 2010 a mené à la publication d'un rapport consultatif en mars 2011 et à la publication finale des principes applicables aux infrastructures du marché financier en avril 2012.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier décrivent les risques auxquels sont exposées ces infrastructures, notamment les contreparties centrales. Ils prennent la forme d'indications générales mais polyvalentes sur le thème des risques et de l'efficacité. Certains principes proposent des exigences minimales, d'autres de meilleures pratiques, et d'autres encore « [Traduction] partagent un sujet commun et important »<sup>42</sup>.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier introduisent certaines dispositions touchant des points qui n'étaient pas traités dans les normes précédentes. Ainsi, ils posent de nouveaux principes portant sur la séparation et la transférabilité, la participation par paliers et le risque économique général.

Le Comité propose d'intégrer les principes applicables aux infrastructures du marché financier pour établir les obligations des contreparties centrales reconnues au Canada. Une analyse plus approfondie pourrait s'avérer nécessaire du fait que les particularités du marché canadien, comme

<sup>39</sup> Avis 24-702 du personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Regulatory Approach To Recognition and Exemption From Recognition of Clearing Agencies*, (2010) 33 OSCB 2325, accessible à l'adresse suivante : [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn\\_20100319\\_24-702\\_clearing-agencies.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20100319_24-702_clearing-agencies.pdf).

<sup>40</sup> Se reporter au <http://www.bis.org/publ/cpss43fr.pdf>.

<sup>41</sup> Se reporter au <http://www.bis.org/publ/cpss61.pdf>.

<sup>42</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 12.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

les volumes d'opérations, la profondeur de la liquidité ou le nombre limité de contreparties, pourraient requérir l'adoption d'une démarche plus prudente ou restrictive.

## 8.1 Gouvernance

La contrepartie centrale doit veiller à ce que sa structure de gouvernance prenne en compte la question des conflits d'intérêts, des normes d'accès, de la gestion du risque, de la concentration de la propriété, de la rémunération de la direction, de la représentation au sein du conseil d'administration et de la transparence du conseil, tout en servant raisonnablement l'intérêt public et les intérêts des principales parties intéressées. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier énoncent ce qui suit :

*[Traduction] L'infrastructure du marché financier devrait se doter de 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<sup>43</sup>.*

Les projets de règles de la CFTC prévoient un régime de gouvernance particulier, limitent la participation d'une « entité désignée<sup>44</sup> » (se reporter au paragraphe 726(a) de la loi Dodd-Frank) dans un organisme de compensation désigné à 20 %, exigent une proportion de 35 % de membres indépendants au conseil d'administration (et au moins deux membres indépendants) et disposent qu'il ne doit y avoir aucun lien entre la rémunération des membres du conseil et le rendement de la contrepartie centrale. Le conseil est tenu d'examiner annuellement son rendement. Il devrait aussi pouvoir destituer tout administrateur dont les actes pourraient lui porter préjudice. Alors que les règles de la CFTC exigent une expertise suffisante en matière de services financiers, de gestion du risque et de services de compensation, les règles proposées par l'Union européenne<sup>45</sup> exigent en outre que les membres du conseil « possèdent l'honorabilité et l'expérience requises ».

Au Canada, le *Règlement 52-110 sur le comité d'audit* (le « Règlement 52-110 ») définit l'indépendance comme l'absence de relation importante, directe ou indirecte, entre un administrateur et l'émetteur. Une « relation importante » s'entend d'une relation dont le conseil d'administration pourrait raisonnablement s'attendre à ce qu'elle nuise à l'indépendance du jugement d'un membre du comité. On considère cependant que certaines personnes physiques

<sup>43</sup> *Ibid.*, p. 26.

<sup>44</sup> [Traduction] Sont des « entités désignées » (*enumerated entities*) : i) les sociétés de portefeuille bancaires qui compte des actifs consolidés totaux de plus de 50 000 000 000 \$; ii) les institutions financières non bancaires supervisées par le conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine; iii) les membres du même groupe que les entités mentionnées en i ou ii; iv) les courtiers en swaps; v) les participants majeurs au marché des swaps et vi) les personnes liées aux entités mentionnées en iv ou v.

<sup>45</sup> UE, 14 juin 2011, article 25.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

ont une relation importante avec l'émetteur, notamment celles qui sont ou ont été au cours des 3 dernières années membres de la haute direction ou salariés<sup>46</sup>.

Le Comité est également d'avis que, dans certains cas, les administrateurs de la contrepartie centrale doivent être indépendants des parties qui y ont une participation importante, notamment s'il s'agit d'intervenants du secteur.

## 8.2 Recommandations du Comité

Le Comité estime que les contreparties centrales doivent adopter des politiques de gouvernance qui garantissent que la composition de leur conseil d'administration reflète la diversité des parties intéressées, dont les membres compensateurs et les personnes qui compensent des opérations indirectement par leur entremise. Ces administrateurs indépendants devraient être :

- indépendants de la direction;
- indépendants des personnes qui ont une participation importante, particulièrement lorsque ces personnes sont des institutions financières ou d'autres intermédiaires de marché;
- indépendants des membres compensateurs.

Pour garantir l'indépendance par rapport à la direction, le Comité estime que la réglementation devrait prévoir une formulation large, semblable à la définition du concept d'indépendance selon le Règlement 52-110, avec les adaptations nécessaires, qui établirait les critères d'indépendance des administrateurs d'une contrepartie centrale. Cette solution serait en phase avec les principes applicables aux infrastructures du marché financier, qui indiquent que « [Traduction] le conseil d'administration devrait se composer de membres compétents possédant les habiletés et bénéficiant des incitations nécessaires pour remplir ses multiples fonctions, ce qui requiert généralement l'inclusion d'un ou de plusieurs membres n'appartenant pas à la direction »<sup>47</sup>. Le Comité fait sienne l'idée que de tels membres sont indispensables à la gouvernance d'une contrepartie centrale.

Le Comité considère que le conseil d'administration d'une contrepartie centrale reconnue devrait ménager, dans ses décisions, les intérêts des utilisateurs des différents territoires que celle-ci dessert. Il peut y parvenir en assurant une représentation adéquate des utilisateurs canadiens de la contrepartie centrale ou en instaurant des procédures exigeant la prise en considération de la situation ou des intérêts particuliers des utilisateurs de différents territoires. Lorsque cela est

<sup>46</sup> Se reporter au <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-110/2011-01-01/2011jan01-52-110-vadmin-fr.pdf>.

<sup>47</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 26.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

possible, un nombre ou un pourcentage approprié de ces administrateurs devraient représenter les participants au marché canadien.

### **8.3 Consultation**

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

Question 7 : Les propositions du Comité portant sur la gouvernance des contreparties centrales permettent-elles de remédier aux problèmes éventuels de conflits d'intérêts qui peuvent survenir dans le cadre de l'exploitation de ces entités? Dans la négative, que préconisez-vous pour réduire les conflits d'intérêts?

### **8.4 Comités du conseil d'administration**

Les comités sont un élément fondamental de la structure de gouvernance d'une contrepartie centrale. Par leur entremise, les membres compensateurs et les autres intéressés peuvent exercer une influence sur les fonctions de la contrepartie centrale, comme les décisions qui touchent les risques qu'elle prend et gère, les marges, l'accès des membres et la rémunération de la haute direction. En permettant une représentation hétérogène, les comités servent également à réduire les conflits d'intérêts.

### **8.5 Recommandation du Comité**

Le Comité propose que la réglementation oblige les contreparties centrales à donner des renseignements détaillés sur la structure et le mandat des comités à l'occasion du processus de reconnaissance. Les comités pourraient être les suivants : finances et audit, gestion du risque, rémunération ou ressources humaines, ainsi que tout autre comité constitué selon les besoins – gouvernance, approbation de produits, systèmes d'information et planification stratégique.

Outre la structure des comités et la surveillance du conseil d'administration, la contrepartie centrale devra élaborer et appliquer des procédures en matière de réduction des conflits d'intérêts, d'accès juste et équitable à la contrepartie, de confidentialité de l'information accessible aux salariés et aux administrateurs ainsi que de diffusion d'information sur la gouvernance aux organismes de réglementation et au public, notamment les décisions refusant l'accès à la contrepartie centrale ou la compensation d'un dérivé.

### **8.6 Comités consultatifs**

Les comités consultatifs permettent à d'autres personnes ou entités que les administrateurs d'une contrepartie centrale d'apporter leur contribution à son exploitation. Les principales parties intéressées peuvent y représenter d'autres intérêts et offrir des conseils spécialisés, notamment en ce qui concerne les questions opérationnelles susceptibles d'avoir des répercussions considérables sur les membres et les autres utilisateurs de la contrepartie centrale.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

## 8.7 Recommandations du Comité

Le Comité propose que les contreparties centrales exerçant des activités au Canada forment des comités consultatifs pour permettre aux participants canadiens directs et indirects ainsi qu'aux autres intéressés de s'exprimer sur les décisions opérationnelles, le cas échéant. Ces comités devraient avoir un mandat transparent qui indique leurs droits et obligations et donne ainsi aux utilisateurs canadiens un moyen de commenter les décisions opérationnelles prises par une contrepartie centrale et susceptibles d'avoir sur eux une incidence importante.

Le Comité estime que ces comités consultatifs devraient comporter des membres représentant des intérêts divers, notamment des membres de la contrepartie centrale, des utilisateurs finaux et d'autres intéressés, le cas échéant.

## 8.8 Tarification

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier proposent que la contrepartie centrale et ses membres compensateurs communiquent publiquement leur tarif. Ils exigent que les prix et les frais pratiqués pour chaque service et chaque fonction soient donnés séparément. Ces principes indiquent qu'une « [Traduction] infrastructure du marché financier devrait rendre public son tarif pour les services individuels qu'elle offre ainsi que ses politiques en matière de rabais. L'infrastructure du marché financier devrait décrire clairement les services tarifés, à des fins de comparaison<sup>48</sup>. »

La CFTC a proposé que les contreparties centrales soient « [Traduction] tenues de mettre à la disposition des participants au marché l'information portant [...] sur les frais de compensation et les autres frais exigés des membres<sup>49</sup>. »

La réglementation proposée par l'UE exigerait également ce qui suit :

*Les contreparties centrales et leurs membres compensateurs rendent publics les prix et les frais afférents aux services fournis. Ils rendent publics les prix et les frais de chaque service et de chaque fonction fournis séparément, y compris les remises et les rabais, ainsi que les conditions à remplir pour bénéficier de ces réductions. Chaque service spécifique que les contreparties centrales fournissent est accessible de manière séparée à leurs membres compensateurs et, le cas échéant, aux clients de ceux-ci. Les contreparties centrales comptabilisent distinctement les coûts et les recettes liés aux services fournis et communiquent ces informations à l'autorité compétente<sup>50</sup>.*

La communication publique et exhaustive de la tarification (y compris les coûts directs assumés par les utilisateurs de la contrepartie centrale) assure un accès juste et équitable à tous les

<sup>48</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 121.

<sup>49</sup> *Federal Register/Vol.75, No. 240/ Wednesday, Dec. 15, 2010/Proposed Rules, p. 78192, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-31131a.pdf>.*

<sup>50</sup> UE, 14 juin 2011, article 36.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

participants et permet aux utilisateurs des services de la contrepartie centrale de comprendre son modèle d'entreprise.

## 8.9 Recommandations du Comité

En accord avec les principes applicables aux infrastructures du marché financier, le Comité recommande que la tarification de la contrepartie centrale soit communiquée aux membres compensateurs, à leurs clients, aux organismes de réglementation et au public.

## 8.10 Accès des participants

Sans limiter la capacité et la responsabilité de la contrepartie centrale d'établir des critères stricts en matière d'accès afin que ses membres compensateurs ne lui fassent pas courir de risque excessif et qu'ils puissent s'acquitter de leurs obligations envers elle et ses clients, la contrepartie centrale ne doit pas imposer de restrictions à l'accès à des fins non concurrentielles. À cet égard, le principe C de la CFTC prévoit ce qui suit :

*[Traduction][...] les critères de participation doivent « offrir un accès équitable et libre ». Il prévoit également que les membres compensateurs doivent disposer « de ressources financières et d'une capacité opérationnelle suffisantes pour satisfaire aux obligations résultant de leur participation à l'organisme de compensation de dérivés ».*

*[...] Le projet d'article 39.12 vise à ce que les critères de participation n'empêchent pas indûment une entité de devenir membre compensateur, tout en limitant les risques pour l'organisme de compensation désigné et ses membres compensateurs. La Commission estime qu'une participation plus étendue pourrait réduire la concentration des portefeuilles des membres compensateurs et diversifier le risque. Cela pourrait aussi avoir pour effet de favoriser la concurrence en permettant à un plus grand nombre d'entités de devenir membres compensateurs. [...] Le projet de disposition 39.12(a)(1)(iii) interdirait les critères de participation qui ont pour effet d'empêcher certains types de participants au marché de devenir membres compensateurs ou de limiter leur qualité de membre, sauf si l'organisme de compensation désigné est en mesure de prouver que la restriction est nécessaire afin de remédier au risque de crédit ou à des lacunes dans la capacité opérationnelle des participants qui les empêcheraient de s'acquitter de leurs obligations à titre de membres compensateurs<sup>51</sup>.*

La CFTC a émis d'autres réserves concernant les obstacles à l'accès indirect à la contrepartie centrale dans les commentaires formulés à l'égard du projet de règle :

<sup>51</sup> *Federal Register/Vol.76, No. 216/Tuesday, November 8, 2011,*  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-27536a.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

[Traduction] *Certaines chambres de compensation ont précisé qu'elles entendaient exiger que l'une des parties à l'exécution soit un membre compensateur pour qu'une opération soit admissible à la compensation. Cette mesure a pour effet d'empêcher la compensation d'opérations entre des parties qui ne sont pas membres compensateurs. Une telle restriction au libre accès ne sert aucun objectif apparent de gestion du risque et agit de manière à exclure certaines opérations du processus de compensation et à resserrer la liquidité pour les opérations compensées<sup>52</sup>.*

La SEC a proposé la règle 17Ad-22(b)(5), qui interdirait les restrictions à l'adhésion sur le critère de la qualité de courtier<sup>53</sup> :

[Traduction] *Afin de favoriser l'accès à la compensation, la SEC propose d'interdire de réserver l'adhésion à une contrepartie centrale uniquement aux personnes qui offrent des services de courtage en dérivés de gré à gré. Ce faisant, la SEC vise à garantir l'accès aux sociétés de compensation (compensation correspondante) qui ne sont pas des courtiers et qui pourraient être désavantagées par les critères d'accès de la contrepartie centrale. Par exemple, une société de compensation qui n'offre pas de services de courtage pourrait, compte tenu de la nature de ses activités, ne pas posséder certaines capacités opérationnelles et disposer de ressources financières considérablement moins importantes<sup>54</sup>.*

La SEC propose aussi d'interdire les limites à l'accès selon des seuils minimaux de volume ou de taille d'opération :

[Traduction] *La règle proposée interdirait l'établissement de seuils minimaux de taille de portefeuille ou de volume d'opérations qui agiraient de fait comme barrière à l'accès à la compensation par les nouveaux participants. Elle met en avant la taille des participants au marché et l'établissement de critères d'adhésion selon le risque qu'ils font courir à la contrepartie centrale plutôt que de grandes valeurs arbitraires, comme des seuils minimaux de volume et d'opérations<sup>55</sup>.*

La SEC propose également que l'accès ne soit pas refusé sur le critère d'un capital net minimal de 50 millions de dollars :

<sup>52</sup> Le sous-paragraphe 39(b)(4) prévoit « [Traduction] qu'un organisme de compensation désigné ne pourrait exiger que l'une des parties initiales à l'exécution soit un membre compensateur pour qu'un contrat, une convention ou une opération soit admissible à la compensation. ». Cette disposition a pris effet le 8 novembre 2011. *Federal Register/Vol.76, No. 216/Tuesday, November 8, 2011, p. 69360*, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2011-27536a.pdf>.

<sup>53</sup> Cette proposition ne fait pas l'unanimité. Des réserves ont été exprimées concernant la capacité des sociétés n'offrant pas de services de courtage à prendre part, par exemple, à une vente aux enchères à la suite d'une défaillance.

<sup>54</sup> *Federal Register / Vol. 76, No. 51 / Wednesday, March 16, 2011/Proposed Rules*, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2011-20337a.pdf>

<sup>55</sup> *Ibid.*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

[Traduction] *La règle proposée par la SEC restreint la capacité des contreparties centrales faisant la compensation de dérivés de gré à gré de refuser l'adhésion aux participants comptant un capital net de 50 millions de dollars ou plus. Conformément à la règle proposée, la contrepartie centrale qui souhaite augmenter le seuil minimal du capital net au-delà de 50 millions de dollars devrait démontrer à la Commission, par le dépôt d'une règle ou dans sa demande, qu'aucune autre mesure ne permettrait de réduire de façon efficace les risques pesant sur elle*<sup>56</sup>.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier reconnaissent l'importance d'établir des critères d'accès équitables et axés sur le risque :

[Traduction] *Afin d'offrir un accès libre et équitable, les critères de participation d'une infrastructure du marché financier devraient être objectifs, axés sur le risque et rendus publics*<sup>57</sup>.

Ces propositions traduisent les préoccupations des organismes de réglementation au sujet de l'accès à la contrepartie centrale et de sa gouvernance, et le Comité partage ces préoccupations. Il estime cependant que des règles prescriptives limitant la capacité d'une contrepartie centrale à établir, dans sa politique de gestion du risque, des règles et des seuils d'accès appropriés pourrait avoir pour effet d'augmenter plutôt que de réduire le risque systémique.

L'approbation des politiques d'accès d'une contrepartie centrale par un organisme de réglementation du marché et la surveillance continue de leur respect peuvent réduire le risque que la contrepartie centrale ne limite indûment l'accès.

### **8.11 Recommandation du Comité**

Le Comité propose d'inclure dans la réglementation l'obligation pour une contrepartie centrale d'élaborer et de respecter des règles d'accès publiées qui sont objectives, fondées sur les risques et justifiées par la sécurité et l'efficacité de la contrepartie centrale et des marchés qu'elle dessert. La politique d'accès devrait traiter de la capacité du membre compensateur à remplir les responsabilités financières et opérationnelles inhérentes à sa participation à la contrepartie centrale mais éviter toute discrimination envers certaines catégories de participants ou l'introduction d'éléments faussant le jeu de la concurrence. Elle sera soumise à l'approbation des organismes de réglementation du marché au cours du processus de reconnaissance ou d'agrément de la contrepartie centrale et à leur contrôle permanent.

Qui plus est, les contreparties centrales devront conserver des dossiers de toutes les demandes d'accès, notamment y consigner chaque autorisation et refus d'accès.

<sup>56</sup> *Ibid.*

<sup>57</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 101.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

## 8.12 Libre accès aux plateformes de négociation

Une structure verticale close, dans laquelle une place de négociation transmet directement les données à la contrepartie centrale, peut forcer les participants au marché souhaitant conclure et compenser un dérivé en particulier à utiliser les services de la place de négociation « captive ». Le libre accès à la contrepartie centrale à partir de plusieurs places de négociation pourrait éliminer cet éventuel monopole.

À cet égard, l'Union européenne propose ce qui suit :

*Une contrepartie centrale qui a été autorisée à compenser des contrats dérivés de gré à gré est tenue d'accepter de les compenser sur une base non discriminatoire et transparente, indépendamment de leur lieu d'exécution. Sans préjudice de l'article 32 bis, une contrepartie centrale peut exiger que ces lieux d'exécution respectent les exigences opérationnelles et techniques établies par la contrepartie centrale. [...] Le lieu d'exécution fournit les données relatives aux échanges, sur une base non discriminatoire et transparente, à toute contrepartie centrale qui a été autorisée à compenser des contrats dérivés de gré à gré négociés dans ce lieu d'exécution, sur demande de la contrepartie centrale<sup>58</sup>.*

Certains intervenants en Europe ont postulé que la possibilité pour une contrepartie centrale d'exiger la conformité à ses exigences techniques « [Traduction] pourrait permettre aux bourses de monopoliser la négociation des dérivés en limitant l'accès aux chambres de compensation qu'elles exploitent <sup>59</sup> ».

La CFTC énonce ce qui suit :

*[Traduction] Le projet de disposition 39.12(b)(7)(i) instaurerait des normes générales d'adoption de règles établissant un délai de compensation. L'organisme de compensation désigné aurait à coopérer avec chaque [plateforme d'exécution de swaps] et [marché de contrats désigné] à la cote duquel est inscrit le produit qu'il compense afin d'élaborer des règles et des procédures permettant un traitement rapide et efficace de l'ensemble des contrats, des conventions et des opérations qu'ils lui sont soumis pour compensation. Pour que la compensation soit rapide et efficace, les règles, les procédures et les systèmes opérationnels de la plateforme de négociation et de la chambre de compensation doivent concorder. À l'heure actuelle, les systèmes de négociation et de compensation intégrés verticalement traitent rapidement et avec efficacité d'importants volumes d'opérations. La Commission estime que les plateformes de négociation et les organismes de compensation désignés sous contrôle distinct devraient être en mesure de coopérer*

<sup>58</sup> UE, 14 juin 2011, article 8.

<sup>59</sup> Price, Michelle, *Fresh clash looms over new OTC rules*, *Financial News*, 29 novembre 2010.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*pour atteindre des résultats semblables. Elle reconnaît cependant qu'il pourrait y avoir des problèmes de connectivité entre les plateformes de négociation et les chambres de compensation<sup>60</sup>.*

À mesure que les marchés évolueront pour respecter les obligations en matière de compensation et de négociation, d'autres modèles différant considérablement de la structure verticale close traditionnelle pourraient faire leur apparition. Pour l'instant, la venue de nouvelles places de négociation et leurs relations avec les contreparties centrales demeurent hypothétiques.

### 8.13 Recommandations du Comité

Le Comité propose l'établissement d'une réglementation obligeant les contreparties centrales à élaborer des politiques contribuant à un accès libre et équitable et n'interdisant pas ni ne limitant indûment l'accès aux services qu'elles offrent, quel que soit le mode d'exécution d'une opération. Les règles d'accès des contreparties centrales ou les services qu'elles offrent ne devraient créer d'avantage concurrentiel pour aucune plateforme de négociation.

### 8.14 Consultation

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

### 8.15 Règles des contreparties centrales

En tant qu'entité réglementée, la contrepartie centrale devrait voir ses règles<sup>61</sup>, procédures d'exploitation et règlements internes (collectivement, les « règles ») soumis à l'examen et à l'approbation des organismes de réglementation. La contrepartie centrale instaure son cadre de compensation grâce à ses règles. Ces dernières encadrent la façon dont son personnel et sa direction doivent remplir leurs fonctions, dont sa structure de gouvernance fonctionne et dont les membres compensateurs et leurs clients doivent remplir leurs obligations.

La loi Dodd-Frank prévoit ce qui suit :

*[Traduction] Un fournisseur de services au marché financier désigné donne à l'organisme qui l'encadre un préavis de 60 jours de tout changement proposé à ses règles, ses procédures ou son fonctionnement qui pourrait, au sens des règles de chacun de ces organismes, avoir une incidence importante sur la nature ou le degré des risques qu'il présente<sup>62</sup>.*

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier précisent ce qui suit :

<sup>60</sup> Federal Register/Vol. 76, No. 47/Thursday, March 10, 2011/Proposed Rules 13105, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536>.

<sup>61</sup> Il peut s'agir des obligations et des droits des participants.

<sup>62</sup> Loi Dodd-Frank, sous-paragraphe 806(e)(1).

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

[Traduction] *L'infrastructure du marché financier devrait adopter des règles et des procédures claires et complètes, les communiquer aux participants dans leur intégralité et rendre publiques les règles pertinentes et les procédures clés. Les règles et procédures de l'infrastructure du marché financier forment généralement sa fondation même et permettent aux participants de comprendre les risques auxquels ils s'exposent en l'utilisant. Elles devraient donc décrire clairement la conception et le fonctionnement du système, les droits et obligations qui incombent aux participants ainsi que les risques auxquels ils s'exposent. Elles devraient exposer clairement les rôles respectifs des participants et de l'infrastructure du marché financier, ainsi que les procédures qui seront suivies dans les situations habituelles et exceptionnelles. En particulier, l'infrastructure du marché financier devrait adopter des règles et des procédures claires et complètes répondant aux problèmes financiers et opérationnels survenant dans le système. Elle devrait rendre publiques toutes ses règles pertinentes et procédures clés, notamment les aspects fondamentaux de celles portant sur les défaillances des participants (principe 13) afin que tous les participants au marché et les autorités compétentes puissent évaluer rapidement les risques potentiels durant les périodes de tension du marché<sup>63</sup>.*

Les contreparties centrales devraient établir des politiques complètes et transparentes présentant leurs activités relatives à la compensation et à la gestion des risques. Ces politiques devraient mettre en évidence les risques liés au fonctionnement de la contrepartie centrale et décrire la façon dont elle compte gérer ces risques dans le cours normal des activités comme dans les situations de crise.

Lors d'une crise, il importe que les opérations ou positions compensées par la contrepartie centrale ne redeviennent pas des expositions bilatérales sans le consentement préalable des organismes de réglementation du marché et des participants non défaillants. Il faut restreindre le recours aux pouvoirs d'urgence et ces pouvoirs ne devraient pas permettre à la contrepartie centrale d'annuler des contrats déjà compensés ou refuser de les exécuter sous prétexte que la gestion des expositions aux risques associés lui est devenue difficile en raison des conditions du marché ou des protocoles du secteur. Les politiques et procédures de la contrepartie centrale devraient clairement indiquer la portée de ces pouvoirs d'urgence ainsi que les circonstances dans lesquelles ils seraient exercés<sup>64</sup>.

Les règles des contreparties centrales devraient aussi prévoir l'obligation pour ses membres compensateurs de maintenir un capital suffisant, préciser les exigences de marge et les modalités de la gestion opérationnelle des marges et veiller à ce que la capacité opérationnelle des membres

<sup>63</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, page 122.

<sup>64</sup> Les travaux à venir du CSPR-OICV porteront précisément sur la résolution des infrastructures du marché financier.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

compensateurs soit suffisante pour répondre aux besoins des clients et de la contrepartie centrale. Dans le sous-paragraphe 39.12(a)(3), la CFTC prévoit ce qui suit :

[Traduction] *L'organisme de compensation désigné instaure des critères de participation assurant que ses membres compensateurs disposent de la capacité opérationnelle d'exécuter les obligations liées à leur participation à celui-ci. Les critères devraient, à tout le moins, porter sur la capacité du membre de traiter, dans les délais impartis, les volumes et les valeurs prévus des opérations qu'il a compensées, y compris les heures et les jours de pointe, la capacité de respecter les obligations en matière de garantie, de paiement et de livraison qui lui sont imposées par l'organisme de compensation désigné, et la capacité de participer aux activités de gestion des défaillances prévues par les règles de l'organisme de compensation désigné [...]*<sup>65</sup>.

Les règles d'une contrepartie centrale procurent un cadre juridique et prévisible pour l'exercice de ses activités, les obligations de ses membres et le règlement des différends, le traitement ordonné des défaillances et, à l'extrême limite, la liquidation ordonnée de ses activités. Pour avoir une quelconque valeur, les règles doivent être appliquées par la contrepartie centrale, qui devrait avoir le pouvoir de sanctionner ses membres ou de prendre à leur égard des mesures disciplinaires, et maintenir des ressources nécessaires à la surveillance et à l'application des règles.

### **8.16 Recommandations du Comité**

Les règles et les procédures d'une contrepartie centrale, notamment les procédures en matière de défaillance, doivent être claires et détaillées. Les organismes de réglementation du marché, les membres compensateurs et les autres participants au marché doivent avoir la certitude que ces règles seront suivies durant les périodes de tension du marché. Les règles d'une contrepartie centrale doivent donc définir et limiter clairement les circonstances dans lesquelles elle peut invoquer des pouvoirs d'urgence afin que les participants comprennent et gèrent les risques inhérents à leur participation à celle-ci ainsi que leur passif éventuel. Les contreparties centrales devraient veiller à ce que leurs procédures publiées en matière de défaillance soient respectées dans tous les cas, sauf indication contraire des organismes de réglementation, conformément aux protocoles approuvés par tous les organismes de réglementation encadrant la contrepartie centrale.

Bien qu'il revienne à chaque membre compensateur de veiller à se conformer aux règles d'une contrepartie centrale, le Comité estime néanmoins que celle-ci devrait mettre en place des processus visant à surveiller la conformité et à gérer les cas où l'un de ses membres ne s'y conforme pas ou ne peut s'y conformer. Ces processus devraient, s'il y a lieu, comporter une procédure d'appel des décisions de la contrepartie centrale.

<sup>65</sup> *Federal Register Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011/Proposed Rules*, p. 3701 et suivantes, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/ProposedRules/2011-690>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

Le Comité recommande en outre que la contrepartie centrale instaure un processus d'adoption de modifications de ses règles qui respecte la législation régissant ses activités, notamment l'obligation d'obtenir l'approbation de tous les organismes de réglementation concernés ainsi que celle du conseil d'administration et des membres compensateurs visés.

## 9. Gestion du risque

La gestion du risque est au cœur des activités de la contrepartie centrale. La gestion et la réduction du risque doivent se retrouver dans chacune des facettes de ses activités. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier exposent les principales sources de risque pour une contrepartie centrale : le risque systémique, le risque juridique, le risque de crédit et de contrepartie, le risque de liquidité et le risque économique général et opérationnel. La contrepartie centrale devrait établir et faire respecter des processus décisionnels pour son conseil d'administration, ses comités et sa direction. Elle devrait reconnaître que les mesures qu'elle prend peuvent avoir des conséquences économiques défavorables pour les participants et les marchés en général, et que certaines décisions peuvent donner lieu à des conflits d'intérêts qu'il faut prendre en considération entre ses propriétaires, les exploitants, les participants et le marché en général. En règle générale, la contrepartie centrale devrait suivre les politiques et procédures décrites dans ses documents publiés, mais des circonstances exceptionnelles pourraient l'amener à s'écarter des procédures établies. Dans ces cas, elle devra toujours s'en remettre et se conformer aux directives des organismes de réglementation qui l'encadre. Les règles et procédures de la contrepartie centrale en matière de défaillance devraient bien définir les cas où elle peut, à sa discrétion, déclarer la défaillance d'un membre compensateur.

Dans la demande de reconnaissance ou de dispense de la contrepartie centrale, le Comité s'attend à ce qu'elle fournisse une analyse détaillée des risques relatifs à ses activités et une description des moyens de les atténuer. Par exemple, les contreparties centrales doivent y aborder la question du risque de défaillance d'un ou plusieurs de leurs membres compensateurs clés et procéder à des simulations de crise afin de vérifier si elles ont des ressources financières totales suffisantes. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier recommandent que les simulations de crise comportent une analyse de l'effet de la défaillance concurrente de ses deux membres les plus importants et des entités du même groupe si la contrepartie centrale prend part à des activités dont le profil de risque est plus complexe ou qu'elle est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires<sup>66</sup>.

<sup>66</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier; Principe 4 : « [Traduction] L'infrastructure du marché financier devrait mesurer, surveiller et gérer efficacement le risque de crédit auquel les participants l'exposent ainsi que les risques associés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement. Elle devrait conserver des ressources financières suffisantes pour couvrir complètement les risques de crédit auxquels chaque participant l'expose avec un degré élevé de confiance. En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires devrait conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Toutes les autres contreparties centrales devraient conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

De surcroît, une contrepartie centrale exerçant des activités au Canada devrait être tenue de procéder à une analyse rigoureuse et continue des risques relativement à ses obligations. Elle devrait imposer à ses membres des obligations de constitution de marges afin de gérer de façon appropriée tous les types de risques la visant en vue d'éviter de recourir aux fonds de garantie. Si la marge d'un participant défaillant ne respecte pas les obligations de la contrepartie centrale pour la liquidation de ses positions défaillantes, la procédure transparente de la contrepartie centrale en matière de défaillance devrait indiquer clairement les ressources qui seront disponibles pour remplir les obligations du participant défaillant ainsi que l'ordre dans lequel elles seront utilisées, appelé séquence de défaillance.

### **9.1 Gestion des défaillances**

À mesure que les ressources d'un niveau donné sont épuisées dans le cas de la défaillance d'un ou de plusieurs membres, on puise dans le niveau suivant de la séquence jusqu'à ce que les obligations soient remplies et que les positions s'équilibrent. Les règles afférentes aux diverses sources d'actifs utilisées dans la séquence de défaillance, qui indiquent clairement les membres qui devront y contribuer (l'ordre et les circonstances dans lesquels ils devront le faire) et prévoient les détails de toute vente aux enchères, les stades entraînant le recours au fonds de garantie et aux autres fonds de sécurité ainsi que la suite à donner à l'épuisement de toutes les ressources, permettront aux membres compensateurs de bien connaître leurs obligations et apporteront de la clarté aux organismes de réglementation du marché.

Dans la règle 39.11(b)(1), la CFTC donne la liste des types de ressources financières qui seraient à la disposition d'un organisme de compensation désigné pour exécuter ses obligations financières : « [Traduction] (1) *La marge du membre compensateur défaillant*; (2) *les capitaux de l'organisme de compensation désigné*; (3) *les contributions du membre compensateur défaillant et des membres compensateurs non défaillants au fonds de garantie*; (4) *l'assurance contre les défaillances*; (5) *si les règles de l'organisme de compensation désigné le permettent, des contributions supplémentaires au fonds de garantie par les membres compensateurs non défaillants*; (6) *toute autre ressource financière jugée acceptable par la Commission*<sup>67</sup> ».

La CFTC exigera qu'un « [Traduction] *organisme de compensation de dérivés conserve des espèces, des obligations du Trésor américain ou des obligations de bonne qualité, liquides et générales d'une nation souveraine, d'un montant égal ou supérieur au montant obtenu de la façon suivante : (A) en calculant le montant quotidien moyen payé en règlement par chaque membre compensateur au cours du dernier trimestre, (B) en calculant la somme de ces paiements, et (C) en calculant, avec cette somme, la moyenne des paiements moyens de ses membres*

---

*une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. »*

<sup>67</sup> *Federal Register / Vol. 76, No. 216 / Tuesday, November 8, 2011, p. 69346, [www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536](http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536).*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*compensateurs*<sup>68</sup> ». La CFTC a indiqué qu'elle pourrait revoir cette question en fonction des normes internationales qui seront adoptées.

## 9.2 Cadre de gestion globale des risques

Les propositions formulées par l'UE prévoient ce qui suit :

*Les contreparties centrales instituent les procédures à suivre lorsqu'un membre compensateur ne respecte pas les conditions de participation à une contrepartie centrale dans les délais et selon les procédures établis par cette dernière. La contrepartie centrale définit les procédures à suivre au cas où la défaillance d'un membre compensateur n'est pas déclarée par elle.*

*Les contreparties centrales interviennent rapidement pour limiter les pertes et les pressions sur la liquidité en cas de défaillance et veillent à ce que la liquidation des positions d'un membre compensateur ne perturbe pas leurs activités et n'expose pas les membres compensateurs non défaillants à des pertes qu'ils ne peuvent anticiper ni maîtriser. La contrepartie centrale informe l'autorité compétente dans les meilleurs délais si elle estime que le membre compensateur ne sera pas en mesure de faire face à ses obligations futures et avant que sa défaillance soit déclarée*<sup>69</sup>.

Veiller à ce que de nouveaux dérivés ne représentent pas pour la contrepartie centrale un risque excessif devrait constituer un élément clé de sa gestion du risque. Dans le projet de sous-paragraphe 39.12(b)(1), la CFTC propose ce qui suit :

[Traduction] *Le projet de sous-paragraphe 39.12(b)(1) exigerait que l'organisme de compensation désigné établisse des critères appropriés d'admissibilité des conventions, des contrats ou des opérations qui lui sont transmis pour compensation en tenant compte de sa capacité à gérer les risques qui y sont associés. Voici, notamment, certains facteurs à prendre en considération pour établir l'admissibilité des produits : i) le volume des opérations; ii) la liquidité; iii) la disponibilité de prix fiables; iv) la capacité des participants au marché d'utiliser la compression de portefeuille à l'égard d'un type de swaps en particulier; v) la capacité de l'organisme de compensation désigné et de ses membres compensateurs d'accéder au marché pertinent en vue de créer et de liquider des positions; vi) la capacité de l'organisme de compensation désigné de mesurer le risque en vue d'établir les exigences de marge; et vii) la capacité opérationnelle de l'organisme de compensation désigné et de ses membres compensateurs à répondre aux risques propres à un produit*<sup>70</sup>.

<sup>68</sup> *Ibid.*, p. 69351

<sup>69</sup> UE, 14 juin 2011, article 45.

<sup>70</sup> *Federal Register*/Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011, p. 3702,

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

La CFTC a également proposé que l'organisme de compensation désigné nomme un chef de la gestion du risque (*chief risk officer*) et un chef de la conformité (*chief compliance officer*), et que ces postes soient occupés par deux personnes différentes. Le chef de la gestion du risque relèverait du comité de gestion du risque ou du conseil d'administration et serait chargé d'instaurer un cadre de gestion du risque et de formuler des recommandations appropriées sur les fonctions de gestion du risque de la contrepartie centrale.

La CFTC propose également ce qui suit :

*[Traduction] [...] l'organisme de compensation désigné imposerait des limites de risque à chaque membre compensateur, par compte de client et compte de chambre de compensation, afin que ce dernier ne possède pas de positions dont l'exposition au risque excède le seuil établi par l'organisme par rapport à ses ressources financières, à celles du membre compensateur, ou aux deux. Il serait laissé à l'appréciation raisonnable de l'organisme de compensation désigné d'établir : (A) la méthode de calcul de l'exposition au risque; (B) le ou les seuils applicables; et (C) les ressources financières nécessaires, à la condition, cependant, que le ratio d'exposition sur le capital demeure le même à tous les niveaux de capital. La Commission pourrait évaluer ces critères et exiger d'autres méthodes, seuils et ressources financières, selon le cas<sup>71</sup>.*

L'Union européenne propose que les contreparties centrales effectuent des examens périodiques et procèdent à des simulations de crise :

*Les contreparties centrales réexaminent régulièrement les modèles et paramètres adoptés pour calculer leurs exigences de marge, leurs contributions aux fonds de défaillance, leurs exigences en matière de garanties et autres mécanismes de maîtrise des risques. Elles soumettent les modèles à des simulations de crise rigoureuses et fréquentes afin d'évaluer leur résilience dans des conditions de marché extrêmes mais plausibles et effectuent des contrôles a posteriori pour évaluer la fiabilité de la méthode adoptée.*

*[...] Les contreparties centrales vérifient régulièrement les aspects essentiels de leurs procédures en matière de défaillance et prennent toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que tous les membres compensateurs les comprennent et disposent des moyens nécessaires pour réagir à une défaillance. Les contreparties centrales rendent publiques les informations essentielles concernant leur modèle de gestion des risques et les hypothèses retenues pour effectuer les simulations de crise visées au paragraphe 1.*

<sup>71</sup> Federal Register/ Vol. 76, No. 13/ Thursday, January 20, 2011 p. 3707,  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*La Commission se voit déléguer le pouvoir d'adopter des normes techniques de réglementation, qui précisent :*

- a) le type de contrôles à effectuer selon la catégorie d'instruments financiers et de portefeuilles;*
- b) la participation de membres compensateurs ou d'autres parties aux contrôles;*
- c) la fréquence des contrôles;*
- d) les échéances à respecter pour les contrôles;*
- e) les informations essentielles visées au paragraphe 3<sup>72</sup>.*

Le principe 3 des principes applicables aux infrastructures du marché financier exige que l'infrastructure du marché financier se dote d'un cadre solide de gestion des risques pour la gestion globale du risque juridique, du risque de crédit, du risque de liquidité, du risque opérationnel et d'autres risques.

Le projet de paragraphe 39.13(a) de la CFTC exigerait que la contrepartie centrale veille à être en mesure de gérer les risques associés à ses responsabilités à l'aide d'outils et de procédures appropriés.

Les règles proposées par la CFTC exigeraient aussi que l'organisme de compensation désigné établisse et maintienne des politiques, des procédures et des contrôles écrits, approuvés par son conseil d'administration, et instaurant un cadre approprié de gestion du risque qui, à tout le moins, cernerait et documenterait clairement l'éventail des risques auxquels il est exposé, traiterait de la surveillance et la gestion de l'intégralité de ces risques et prévoirait un mécanisme d'audit interne. Ces risques peuvent inclure, notamment, le risque juridique, le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de garde et d'investissement, le risque de concentration, le risque de défaillance, le risque opérationnel, le risque de marché ainsi que le risque économique. L'entité serait tenue de réviser périodiquement son cadre et de l'actualiser au besoin.

La réglementation proposée par la CFTC comporte également d'autres outils : la mesure et la surveillance de l'exposition actuelle et potentielle au risque de crédit des membres compensateurs; des modèles de détermination de la marge initiale qui sont axés sur le risque et revus périodiquement; la révision et la validation indépendantes des systèmes de la contrepartie centrale qui établissent les exigences de marge initiale, y compris ses modèles théoriques; des examens périodiques des marges sur écart qui permettent à la contrepartie centrale de réduire les exigences de marge initiale pour les positions correspondantes; l'existence d'une source fiable de données actuelles sur les prix afin d'appuyer les calculs des marges initiale et de variation, et

<sup>72</sup> UE, 14 juin 2011, article 46.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

l'adoption de procédures écrites et de modèles de valorisation fiables pour faire face aux circonstances dans lesquelles les données sur les prix ne sont pas disponibles rapidement ou ne sont pas fiables en raison de l'absence d'un marché liquide continu ou de la volatilité de l'écart acheteur-vendeur; et des examens quotidiens et des contrôles ex post périodiques permettant à la contrepartie centrale de s'assurer que les modèles de calcul des marges continuent d'offrir une couverture adéquate de son exposition au risque de ses membres compensateurs<sup>73</sup>.

### 9.3 Recommandations du Comité

Le Comité propose l'élaboration d'une réglementation obligeant la contrepartie centrale à élaborer et à appliquer un programme solide de gestion du risque, en accord avec les meilleures pratiques préconisées à l'échelle internationale, comme les principes applicables aux infrastructures du marché financier. Il propose que la réglementation prévoie certaines obligations, notamment les suivantes :

1. la contrepartie centrale devra disposer d'une structure d'urgence efficace et à paliers multiples comprenant une analyse rigoureuse du risque et la constitution de marges par les membres, une séquence de défaillance établissant clairement les étapes de financement à suivre en cas de défaillance d'un membre et les contributions exigées des membres ainsi que le montant en capital de la contrepartie centrale (le cas échéant), les fonds de sécurité ou toute assurance auxquels elle pourra avoir accès;
2. elle devra effectuer une analyse exhaustive de tous les risques pertinents et appliquer des procédures appropriées de gestion du risque, comme des ajustements de marge et des décotes, et transmettre les résultats de l'analyse à l'organisme ou aux organismes de réglementation du marché;
3. elle devra imposer des limites de risque transparentes à chacun des membres compensateurs;
4. le cas échéant, elle devra prévenir le ou les organismes de réglementation qu'un membre compensateur est menacé de défaillance ou que des procédures de défaillance sont entreprises;
5. elle devra procéder régulièrement à des simulations de crise afin de vérifier l'adéquation de ses ressources financières, y compris les modèles de risques et d'établissement des prix et les procédures de défaillance, et celle des procédures et systèmes des membres compensateurs, et transmettre les résultats de ces simulations à l'organisme ou aux organismes de réglementation du marché; ces simulations devraient envisager des conjonctures du marché extrêmes mais plausibles de même que des situations de crise hypothétiques;
6. elle devra maintenir et appliquer des procédures rigoureuses d'établissement et de valorisation des prix;

<sup>73</sup> *Federal Register / Vol. 76, No. 13 / Thursday, January 20, 2011 / Proposed Rules*, p. 3698 et suivantes, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

7. elle devra maintenir et appliquer des procédures d'approbation des produits visant à ce que les nouveaux produits compensés ne représentent pas un risque excessif pour elle et ses membres;
8. elle devra nommer un chef de la gestion du risque qui sera chargé d'introduire des procédures de gestion du risque et qui relèvera du conseil d'administration ou du comité de gestion du risque, selon le cas;
9. elle devra soumettre ses modèles, notamment pour l'évaluation et le calcul des marges, à une révision et à une validation indépendantes;
10. toutes les contreparties centrales devront remettre aux organismes canadiens de réglementation concernés des rapports périodiques et ponctuels sur les risques auxquels elles sont exposées et leur mode de gestion;
11. elle devra présenter régulièrement à l'organisme de réglementation du marché des rapports financiers qui indiquent notamment le risque global auquel elle est exposée.

## 10. Systèmes et technologie

Une infrastructure technologique stable, solide et extensible est une condition préalable pour toute contrepartie centrale voulant être reconnue ou dispensée de la reconnaissance au Canada. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier proposés prévoient ce qui suit :

*[Traduction] Un fournisseur de service essentiel devrait disposer d'un cadre solide de sécurité de l'information qui gère de façon appropriée les risques auxquels il est exposé en matière de sécurité de l'information. Ce cadre devrait comprendre des politiques et des procédures fiables visant à protéger l'information contre les communications non autorisées, à assurer l'intégrité des données et à garantir la disponibilité de ses services. En outre, ce fournisseur de service devrait appliquer des politiques et des procédures visant à s'assurer qu'il se conforme à son propre cadre. Enfin, le cadre devrait aussi inclure des politiques de planification de la capacité et des pratiques en matière de gestion du changement<sup>74</sup>.*

La CFTC propose que la contrepartie centrale mette en place un programme d'analyse et de surveillance du risque pour ses activités et ses systèmes automatisés. Celle-ci serait également tenue de maintenir des ressources adéquates lui permettant de satisfaire à ses obligations à cet égard. L'analyse du risque porterait sur les six aspects suivants : la sécurité de l'information, la continuité des activités et la reprise après sinistre, la planification de la capacité et de la performance, le fonctionnement des systèmes, le développement et l'assurance de la qualité des systèmes, et les contrôles relatifs à la sécurité physique et à l'environnement. Ce dernier aspect comprendrait l'entretien des bâtiments et des génératrices ainsi que le maintien de ressources

<sup>74</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 170-171.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

suffisantes, en infrastructure technologique et en personnel pour permettre une reprise rapide des activités en cas d'interruption<sup>75</sup>.

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier exigent qu'une contrepartie centrale fasse ce qui suit :

*[Traduction] définir toutes les sources plausibles de risque opérationnel, aussi bien internes qu'externes, et réduire leur incidence par la mise en œuvre de systèmes, de politiques, de procédures et de contrôles appropriés. Les systèmes devraient être conçus de façon à garantir un haut niveau de sécurité et de fiabilité opérationnelle et devraient posséder une capacité adéquate et extensible. La gestion de la 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 ou importante<sup>76</sup>.*

Dans le même ordre d'idées, l'Union européenne propose ce qui suit :

*Les contreparties centrales maintiennent des systèmes informatiques appropriés pour gérer la complexité, la diversité et le type des services fournis et des activités exercées, de manière à garantir des normes de sécurité élevées et l'intégrité et la confidentialité des informations conservées<sup>77</sup>.*

## 10.1 Recommandations du Comité

Le Comité estime que la réglementation encadrant les contreparties centrales au Canada devrait exiger un programme d'analyse et de surveillance du risque afin de cerner et de réduire les sources de risque opérationnel, particulièrement en ce qui concerne les systèmes et la technologie. Cet objectif pourrait se réaliser grâce à l'élaboration de contrôles et de procédures appropriés pour veiller à ce que les systèmes technologiques soient fiables, sûrs et dotés d'une extensibilité adéquate.

Le Comité remarque que le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») impose aux marchés des obligations relatives aux systèmes, et il recommande l'élaboration d'une réglementation comparable pour les contreparties centrales. En particulier, il propose que la contrepartie centrale soit tenue d'« élaborer et maintenir les éléments suivants : i) des plans raisonnables de continuité des activités et de reprise après sinistre; ii) un système adéquat de contrôle interne de ces systèmes; iii) des contrôles généraux adéquats en matière de technologie de l'information, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes

<sup>75</sup> *Federal register/Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011/ Proposed Rules, 39.18(b)(c)(e), p. 3713, <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.*

<sup>76</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 94.

<sup>77</sup> UE, 14 juin 2011, paragraphe 24(6).

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation<sup>78</sup> ».

Le Comité propose également que les contreparties centrales soient tenues de s'assurer périodiquement qu'elles respectent les obligations relatives aux systèmes qui leur incombent, conformément à des normes qui seront essentiellement similaires à celles prévues par le Règlement 21-101 : « conformément à la pratique commerciale prudente, prendre les mesures suivantes à une fréquence raisonnable et au moins une fois par année: *i)* effectuer des estimations raisonnables de la capacité actuelle et future; *ii)* soumettre les systèmes à des tests avec charge élevée pour déterminer leur capacité de traiter les opérations de manière exacte, rapide et efficace; *iii)* tester ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre<sup>79</sup> ». La contrepartie centrale serait par ailleurs tenue d'aviser rapidement l'organisme de réglementation du marché de toute panne.

Enfin, le Comité propose que la contrepartie centrale soit tenue de rendre publiques les spécifications de son système afin de permettre aux utilisateurs, notamment les membres compensateurs et leurs clients, de concevoir des systèmes technologiques leur permettant d'y accéder de manière efficiente. La contrepartie centrale devra également accorder à tous les utilisateurs un accès raisonnable à un environnement de tests afin qu'ils puissent mettre leurs systèmes à l'essai.

## 11. Protection des actifs

La compensation des opérations sur dérivés de gré à gré amènera certains participants au marché qui ne sont pas membres compensateurs à faire compenser leurs opérations sur dérivés de gré à gré indirectement par des intermédiaires. Des mécanismes efficaces de séparation et de transférabilité au sein des contreparties centrales contribueront à réaliser la compensation indirecte d'une façon qui protège les positions et les garanties des clients et accroisse la résistance des contreparties centrales à la défaillance d'un membre compensateur. Cette question est abordée en détail dans le *Document de consultation 91-404 des ACVM, Dérivés : séparation et transférabilité dans la compensation des dérivés de gré à gré*<sup>80</sup>, publié le 10 février 2012.

## 12. Communication de l'information

Certes, de l'information relative aux opérations sur dérivés sera rassemblée dans un ou plusieurs référentiels centraux de données, ce qui n'empêchera pas les contreparties centrales d'accroître la transparence du marché en permettant de centraliser la collecte d'information sur les caractéristiques et les activités générales du marché à l'égard des opérations qu'elles ont

<sup>78</sup> Paragraphe *a* de l'article 12.1 du Règlement 21-101, accessible à l'adresse suivante : <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2011-01-01/2011jan01-21-101-vadmin-fr.pdf>

<sup>79</sup> *Ibid.*, paragraphe *b* de l'article 12.1.

<sup>80</sup> Ce document est accessible à l'adresse <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/2012fev10-91-404-cons-fr.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

compensées, de même que de regrouper de l'information sur les types de participants et sur la concentration des expositions de ces derniers au sein de la contrepartie.

L'information communiquée aux organismes de réglementation les aidera à évaluer le risque, notamment les risques pesant sur la contrepartie centrale et les risques systémiques en général. Les principes applicables aux infrastructures du marché financier indiquent ce qui suit :

[Traduction] *Les autorités devraient avoir le pouvoir ou l'autorisation, conséquents à leurs responsabilités pertinentes, d'obtenir en temps opportun l'information nécessaire à l'instauration d'une réglementation, d'une supervision et d'une surveillance efficaces. Ils devraient particulièrement utiliser ce pouvoir afin d'accéder à l'information leur permettant de comprendre et d'évaluer les éléments suivants : a) les diverses fonctions et activités de l'infrastructure du marché financier ainsi que sa situation financière globale; b) les risques pris en charge et créés par celle-ci et, s'il y a lieu, par les participants; c) son incidence sur ses participants et l'économie en général; d) son adhésion à la réglementation et aux politiques applicables. Les principales sources d'information comprennent les documents et dossiers officiels sur les systèmes, les rapports réguliers ou ponctuels, les rapports internes obtenus auprès du conseil d'administration et des auditeurs internes, les visites et inspections sur place, l'information sur les activités externalisées, et les échanges avec son conseil, sa direction ou ses participants. Les autorités devraient disposer de garanties juridiques afin de protéger tous les renseignements confidentiels et non publics obtenus de l'infrastructure du marché financier. Ils devraient toutefois pouvoir échanger ces renseignements avec d'autres autorités, s'il y a lieu, afin de réduire les lacunes et les chevauchements dans la réglementation, la supervision et la surveillance<sup>81</sup>.*

Les contreparties centrales devraient également communiquer aux participants au marché de l'information détaillée leur permettant d'évaluer les risques, les coûts et les avantages associés à leur participation à celles-ci. Les utilisateurs actuels et éventuels d'une contrepartie centrale devraient donc obtenir de l'information exhaustive sur les méthodes d'établissement des marges, les mécanismes de gestion du risque et la tarification.

La CFTC propose des précisions concernant les déclarations à faire de façon régulière, par suite d'un événement particulier ou sur demande :

[Traduction] *Le projet d'article 39.19 exigerait que l'organisme de compensation désigné fasse certaines déclarations à la Commission : 1) de façon périodique (quotidienne, trimestrielle ou annuelle); 2) lorsque la survenance d'un événement important entraîne l'obligation de déclaration; et 3) à la demande de la Commission.*

<sup>81</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 128.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*À moins d'indication contraire de la Commission ou de son délégué, chaque organisme de compensation désigné serait tenu de transmettre à la Commission l'information requise en vertu du présent article de façon électronique et en la forme prévue par celle-ci.*

*À l'heure actuelle, la Commission ne reçoit des données sur les marges initiales que de certains organismes de compensation désignés et pas toujours quotidiennement. [...] Elle propose donc une réglementation qui imposerait à tous les organismes de compensation désignés une obligation de déclaration quotidienne. En exigeant que lui soient communiqués directement ces deux ensembles de données ainsi que les appels de marges initiales intrajournaliers, la Commission serait davantage en mesure d'effectuer une surveillance efficace des risques, de suivre la santé financière de l'organisme de compensation désigné et de détecter en temps opportun toute activité inhabituelle.*

*Le projet de disposition 39.19(c)(1)(i) exigerait que l'organisme de compensation désigné déclare l'exigence de marge initiale pour chacun de ses membres, par compte de client et compte de chambre de compensation, ainsi que la marge initiale déposée par chacun des membres, par compte. Le projet de disposition 39.19(c)(1)(ii) exigerait que l'organisme de compensation désigné déclare la marge de variation quotidienne qu'il perçoit et paye. La déclaration indiquerait séparément le montant de la valorisation à la valeur de marché (mark-to-market) que chaque membre compensateur a versé ou reçu, par compte<sup>82</sup>.*

La SEC a proposé la règle 17Ad-22(c)(1), qui exigerait que la contrepartie centrale fasse le calcul et tienne un registre des ressources financières nécessaires pour résister, à tout le moins, à la défaillance du participant présentant l'exposition la plus importante dans une conjoncture du marché extrême mais plausible, et conserve une documentation suffisante pour expliquer la méthode de calcul de ces besoins en ressources financières<sup>83</sup>.

La SEC traite également de la diffusion de renseignements dans le public afin d'aider les participants au marché à évaluer leurs risques :

*[Traduction] La règle proposée exigerait la diffusion de renseignements sur l'établissement des prix et la valorisation par les contreparties centrales [...] auprès du public, selon des conditions justes, raisonnables et qui ne sont pas indûment discriminatoires, [y compris] tous les prix de règlement de fin de séance et tout autre*

<sup>82</sup> Federal Register / Volume 75, Number 240 / December 15, 2010, <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/ProposedRules/2010-31130>.

<sup>83</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 51 / Wednesday, March 16, 2011 / Proposed Rules, p. 14476, <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-03-16/pdf/2011-5182.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*prix des dérivés de gré à gré qu'elles peuvent établir pour calculer les exigences de marge de ses participants à la valeur de marché.*

### 12.1 Recommandations du Comité

Le Comité recommande que chaque territoire représenté au sein des ACVM obtienne dans sa législation le pouvoir d'obliger les contreparties centrales à transmettre à l'organisme de réglementation du marché l'information nécessaire à la surveillance. La réglementation établira cette information et en précisera la fréquence de transmission et la forme. Cette information peut inclure, notamment, des détails sur les opérations, les exigences de marge, les contributions au fonds de garantie, les états financiers, les modèles de risque, les ressources financières qui sont nécessaires dans les situations de tension du marché, les décisions et rapports du conseil d'administration, les modifications aux règles et aux procédures, l'information sur les ententes d'impartition, y compris toute convention et tout programme de surveillance, et le détail de toute mesure d'urgence ou disciplinaire.

### 12.2 Consultation

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

## 13. Contreparties centrales étrangères et coopération réglementaire

Comme nous l'avons vu, le Comité propose que chaque territoire représenté au sein des ACVM adopte une législation obligeant toutes les contreparties centrales qui compensent des dérivés de gré à gré à être reconnues comme chambres de compensation ou à en être dispensées. Cette obligation est déjà en vigueur au Québec<sup>84</sup>, en Ontario<sup>85</sup> et en Alberta<sup>86</sup>. Elle s'appliquerait non seulement aux contreparties centrales du territoire en question, mais aussi à celles établies à l'étranger qui souhaitent exercer des activités de compensation avec une entité d'un territoire représenté au sein des ACVM.

À cet égard, les principes applicables aux infrastructures du marché financier prévoient ce qui suit :

*[Traduction] Les banques centrales, les organismes de réglementation du marché et les autres autorités compétentes devraient coopérer entre elles dans leurs pays respectifs et au niveau international (c'est-à-dire, au niveau transfrontalier) afin de s'entraider dans la réalisation de leurs mandats respectifs d'encadrement, de supervision ou de surveillance des infrastructures du marché financier. Les autorités*

<sup>84</sup> *Loi sur les instruments dérivés* (Québec), L.R.Q., c. I-14.01, article 12, accessible à l'adresse [http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/I\\_14\\_01/I14\\_01.html](http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/I_14_01/I14_01.html).

<sup>85</sup> *Loi sur les valeurs mobilières* (Ontario), L.R.O. 1990, c. S.5, paragraphe 0.1 de l'article 21.2.

<sup>86</sup> *Securities Act* (Alberta), RSA 2000, C S-4, s. 67(1), accessible à l'adresse <http://www.gp.alberta.ca/documents/Acts/s04.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

compétentes devraient envisager et, s'il y a lieu, établir des accords de coopération qui tiennent compte de ce qui suit : a) les responsabilités qui leur incombent en vertu de la loi; b) l'importance systémique de l'infrastructure du marché financier dans leurs territoires respectifs; c) le profil de risque complet de l'infrastructure du marché financier (notamment la prise en compte des risques qui peuvent découler des entités interdépendantes); et d) les participants à l'infrastructure du marché financier. Ces accords visent à permettre une réglementation, une supervision et une surveillance complètes et à établir un mécanisme permettant à une pluralité d'autorités de s'acquitter de leurs responsabilités de façon efficace et efficiente. Les autorités sont encouragées à coopérer en vue de diminuer les probabilités de lacunes qui pourraient survenir dans la réglementation, la supervision et la surveillance si elles ne se coordonnaient pas ainsi que de réduire les chevauchements et le fardeau pour les infrastructures du marché financier ou les autorités coopérantes. Les autorités compétentes devraient aussi coopérer avec les autorités de résolution et les superviseurs des participants directs, au besoin, afin de permettre à chacun de s'acquitter de ses responsabilités<sup>87</sup>.

Le rapport de l'OICV intitulé *Principles Regarding Cross-Border Supervision* souligne l'importance des accords de coopération :

[Traduction] Si les organismes de réglementation réagissent souvent en obligeant les entités réglementées à faire en sorte que les activités qu'elles exercent à l'étranger satisfassent aux normes locales et aux obligations de surveillance avant de pouvoir exercer des activités dans leur territoire de compétence, il peut être difficile de confirmer que ces exigences sont respectées et de les mettre en application. Même lorsque les autorités en valeurs mobilières disposent de mécanismes de coopération en matière d'application de la loi comme l'Accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations de l'OICV, elles peuvent éprouver de la difficulté, en dehors de leurs activités d'application de la loi, à recueillir l'information courante dont elles ont besoin pour exercer une surveillance efficace sans l'assistance et la coopération des organismes homologues compétents. Les organismes de réglementation exercent la supervision de différentes façons mais ils ont tous intérêt à échanger des informations et à coopérer sur la base de la confiance que leurs régimes de réglementation et de supervision respectifs auront su mériter<sup>88</sup>.

L'UE propose ce qui suit :

<sup>87</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 134.

<sup>88</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*Des membres compensateurs établis dans l'Union peuvent recourir aux services d'une contrepartie centrale établie dans un pays tiers afin de compenser des produits dérivés de gré à gré, y compris aux fins de l'obligation de compensation centrale [...], à condition que ladite contrepartie soit reconnue par l'AEMF conformément à la procédure définie aux paragraphes suivants.*

*(L'AEMF ou l'organisme de réglementation local) peut reconnaître une contrepartie centrale établie dans un pays tiers qui a demandé la reconnaissance en vue d'assurer certains services ou activités de compensation si et seulement si les conditions suivantes sont respectées:*

- a) la Commission a adopté une décision conformément au paragraphe 3;*
- b) la contrepartie centrale est agréée dans le pays tiers et y est soumise à une surveillance effective garantissant qu'elle satisfait pleinement aux exigences en matière prudentielle applicables dans ce pays tiers;*
- c) des modalités de coopération ont été établies conformément au paragraphe 4<sup>89</sup>.*

Les principes applicables aux infrastructures du marché financier indiquent que la contrepartie centrale devrait répondre aux conflits de lois qui peuvent survenir lorsque plusieurs pays sont concernés :

*[Traduction] Le risque juridique que posent les conflits de lois peut survenir lorsque l'infrastructure du marché financier est ou peut raisonnablement devenir assujettie aux lois de divers autres pays (par exemple, ceux dont elle accepte des participants ou dans lesquels elle détient des actifs ou exerce des activités). Dans ces circonstances, l'infrastructure du marché financier devrait spécifier et analyser les problèmes que pourraient poser ces conflits et instaurer des règles et des procédures pour atténuer ce risque. Par exemple, les règles qui régissent ses activités devraient indiquer clairement la loi qui doit s'appliquer à chacun de leurs aspects. L'infrastructure du marché financier et ses participants devraient connaître les restrictions applicables au choix de la loi applicable à ses activités en cas de différence entre les règles de fond des pays concernés. D'ordinaire, aucun pays ne permet de choisir par contrat une loi qui contourne ses règles fondamentales d'ordre public. Ainsi, lorsqu'une incertitude pèse sur l'applicabilité de son choix de loi dans*

<sup>89</sup> UE, 14 juin 2011, par. 1 et 2 de l'article 23.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*les pays concernés, l'infrastructure du marché financier devrait, pour y remédier, obtenir à cet égard des avis juridiques indépendants<sup>90</sup>.*

Étant donné que la majorité des contreparties aux opérations sur dérivés qu'ils concluent sont situés à l'extérieur du Canada, les participants au marché canadien devront de toute évidence faire appel à des contreparties centrales étrangères pour compenser, à tout le moins, certaines opérations sur dérivés de gré à gré. Le Comité estime que l'examen et la reconnaissance (ou la dispense de reconnaissance) de ces contreparties centrales doit être prioritaire si l'on veut que le Canada remplisse ses engagements du G20. La reconnaissance de contreparties centrales étrangères exigera des organismes de réglementation canadiens d'avoir l'assurance de pouvoir exercer des pouvoirs réglementaires appropriés et efficaces à leur égard, ce qui, dans bon nombre de cas, nécessitera l'institution de régimes réglementaires de coopération avec des organismes de réglementation étrangers. Il faut commencer immédiatement à élaborer des protocoles d'entente avec ces derniers afin que les organismes de réglementation canadiens reçoivent l'information et la coopération dont ils ont besoin pour surveiller les contreparties centrales étrangères qu'ils auront reconnues ou dispensées de la reconnaissance. Qui plus est, il faut poursuivre rapidement les travaux entrepris avec les organismes internationaux pour instaurer des normes de données et élaborer des meilleures pratiques.

Le Comité estime que les organismes de réglementation des contreparties centrales canadiennes et étrangères devraient élaborer et respecter un cadre clair de coopération en matière de surveillance pour réglementer les contreparties centrales assujetties à la réglementation de plusieurs territoires. Ce cadre devrait préciser le rôle des organismes de réglementation en matière de surveillance et de contrôle du modèle de gouvernance, de l'élaboration des règles et du fonctionnement des contreparties centrales dans le cours normal de leurs activités et dans les périodes de crise. Il devrait préciser les droits et responsabilités de tous les organismes de réglementation concernés et définir leur capacité d'agir pour régler des questions locales d'intérêt public sans porter préjudice aux droits des autres organismes.

La procédure de reconnaissance des contreparties centrales étrangères comprendra un examen additionnel de la structure réglementaire de leur pays d'origine pour vérifier si elle est comparable à la surveillance des contreparties centrales canadiennes, de même qu'un examen des questions juridiques propres à la compensation transfrontalière. Il est notamment question des règles régissant les faillites, des exigences de garantie, de l'échange continu d'information, de la coopération en matière de surveillance et d'application de la loi et enfin de la concertation. Les organismes canadiens de réglementation du marché concluraient des protocoles d'entente avec les organismes étrangers sur des questions comme l'échange d'information, la coopération en matière d'application de la loi et d'enquêtes, la consultation sur les modifications des règles des

---

<sup>90</sup> Principes applicables aux infrastructures du marché financier, p. 25.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

contreparties centrales, la notification des modifications réglementaires ou législatives, les personnes-ressources et les procédures de communications durant les périodes de crise.

**13.1 Infrastructure des contreparties centrales**

Dans le Document de Consultation 91-401, le Comité a présenté trois possibilités de compensation des dérivés de gré à gré pour les participants au marché canadien : l'accès à une contrepartie centrale étrangère, une solution exclusivement canadienne, et une solution canadienne avec des liens internationaux ou l'interopérabilité.

Quelle que soit l'infrastructure qui s'en dégagera, et étant entendu que celle-ci pourra évoluer avec le temps, le Comité estime qu'il faut instaurer des obligations réglementaires garantissant aux organismes canadiens de réglementation du marché qu'il s'exercera une surveillance adéquate des activités de la contrepartie centrale. Le présent document, et notamment les recommandations, s'applique à toutes les infrastructures imaginables. Puisqu'il n'a pas pour objet de définir l'infrastructure la plus appropriée, les règlements à venir devront posséder la même souplesse.

**14. Questions supplémentaires en vue de la consultation**

- Question 10. De manière générale, le Comité s'est efforcé de suivre les recommandations internationales pour formuler les recommandations propres au Canada dans le présent document. Certaines recommandations sont-elles inappropriées pour le marché canadien?
- Question 11. Quels changements faudrait-il apporter au cadre réglementaire actuel en vue de passer à la compensation par contrepartie centrale?
- Question 12. Selon vous, faut-il modifier le droit canadien pour rendre la compensation des dérivés de gré à gré plus efficiente, que la contrepartie centrale soit canadienne ou étrangère? Dans l'affirmative, quelles modifications faut-il apporter et pour quelles raisons?

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

## Annexe A

### Principes applicables aux infrastructures du marché financier : Résumé des principes<sup>91</sup>

#### Principe 1 : Fondement juridique

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

##### Aspects clés

1. *Le fondement juridique devrait procurer un haut degré de certitude pour chaque aspect important des activités de l'infrastructure du marché financier dans tous les territoires concernés.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de règles, de procédures et de contrats clairs, intelligibles et conformes aux lois et règlements applicables.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait être en mesure d'exposer clairement et de façon intelligible le fondement juridique de ses activités aux autorités compétentes, aux participants et, le cas échéant, aux clients des participants.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de règles, de procédures et de contrats exécutoires dans tous les territoires concernés. Il devrait exister un degré élevé de certitude que les mesures prises par l'infrastructure du marché financier en vertu de ces règles et procédures ne seront pas annulées, infirmées ou suspendues.*
5. *L'infrastructure du marché financier qui exerce des activités dans plusieurs territoires devrait définir et atténuer les risques découlant de tout conflit potentiel entre leurs lois.*

#### 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.***

##### Aspects clés

1. *L'infrastructure du marché financier devrait avoir des objectifs qui donnent une haute priorité à sa sécurité et à son efficacité et qui soutiennent explicitement la stabilité financière et d'autres points d'intérêt public pertinents.*

<sup>91</sup> Document accessible à l'adresse <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>.

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

2. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de mécanismes de gouvernance documentés qui prévoient des chaînes de responsabilité claires et directes. Ces mécanismes devraient être communiqués aux propriétaires, aux autorités compétentes, aux participants et, plus généralement, au public.*
3. *Les rôles et responsabilités du conseil d'administration (ou l'équivalent) de l'infrastructure du marché financier devraient être clairement définis et son fonctionnement devrait reposer sur des procédures documentées, notamment des procédures pour relever, traiter et gérer les conflits d'intérêts des membres. Le conseil d'administration devrait examiner régulièrement sa performance globale et celle de ses membres.*
4. *Le conseil d'administration devrait se composer de membres compétents possédant les habiletés et bénéficiant des incitations nécessaires pour remplir ses multiples fonctions, ce qui requiert généralement l'inclusion d'un ou de plusieurs membres n'appartenant pas à la direction.*
5. *Les rôles et responsabilités des dirigeants devraient être clairement définis. La direction de l'infrastructure du marché financier devrait posséder l'expérience pertinente, un éventail de compétences et l'intégrité nécessaires pour s'acquitter de ses responsabilités relatives au fonctionnement de l'infrastructure du marché financier et à la gestion de ses risques.*
6. *Le conseil d'administration devrait établir un cadre de gestion du risque clair et documenté qui inclut la politique de tolérance au risque de l'infrastructure du marché financier, attribue les responsabilités pour les décisions concernant les risques et traite de la prise de décision en situation de crise ou d'urgence. Les mécanismes de gouvernance devraient garantir que les titulaires des fonctions de gestion du risque et de contrôle interne disposent de pouvoirs, d'une indépendance, de ressources et d'un accès au conseil d'administration suffisants.*
7. *Le conseil d'administration devrait veiller à ce que la conception, les règles, la stratégie globale et les décisions importantes de l'infrastructure du marché financier tiennent adéquatement compte des intérêts légitimes de ses participants directs et indirects et des autres intéressés. Les décisions importantes devraient être clairement communiquées aux intéressés et, si elles ont une incidence notable sur le marché, au public.*

**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 de liquidité.***

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de politiques, de procédures et de systèmes de gestion du risque lui permettant de relever, mesurer, surveiller et gérer tous les risques auxquels elle est exposée ou qu'elle prend en charge. Les cadres de gestion des risques devraient être revus périodiquement.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait inciter ses participants et, le cas échéant, leurs clients à gérer et à contenir les risques qu'ils lui font courir.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait examiner régulièrement les risques importants que lui posent d'autres entités ou qu'elle pose à d'autres entités (comme les autres infrastructures du marché financier, les banques de règlement, les fournisseurs de liquidités et les fournisseurs de services) du fait de leur interdépendance, et élaborer des outils de gestion du risque appropriés.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait définir les scénarios qui pourraient l'empêcher de continuer à exercer ses activités ou à fournir ses services qui sont essentiels, et évaluer l'efficacité d'une vaste gamme d'options de reprise ou de cessation ordonnée de ses activités. L'infrastructure du marché financier devrait, d'après les résultats de cette évaluation, établir des plans appropriés de reprise ou de cessation ordonnée de ses activités. S'il y a lieu, l'infrastructure du marché financier devrait aussi transmettre aux autorités concernées l'information nécessaire à la planification de la résolution.*

**Principe 4 : Risque de crédit**

***Une infrastructure du marché financier devrait mesurer, surveiller et gérer efficacement son exposition au risque de crédit de ses participants ainsi que les risques associés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement. Elle devrait conserver des ressources financières suffisantes pour couvrir complètement son exposition au risque de crédit de chaque participant avec un degré élevé de confiance. En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires devrait conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Toutes les autres contreparties centrales devraient conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.***

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait établir un cadre solide pour gérer son exposition au risque de crédit de ses participants et les risques de crédit liés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement. L'exposition au risque de crédit peut découler de l'exposition courante, de l'exposition future potentielle ou des deux. L'infrastructure du marché financier devrait relever les sources de risque de crédit, mesurer et surveiller régulièrement les expositions au risque de crédit et utiliser des outils appropriés de gestion du risque pour les maîtriser.*
2. *Tout système de paiement ou système de règlement de valeurs mobilières devrait couvrir complètement ses expositions courantes et, s'il y a lieu, ses expositions futures potentielles à chaque participant avec un degré élevé de confiance à l'aide de garanties ou d'autres ressources financières équivalentes (voir le principe 5 sur les garanties). Dans le cas d'un système recourant au règlement net reporté, dans lequel il n'existe aucune garantie de règlement mais qui expose ses participants à des risques de crédit liés à ses processus de paiement, de compensation et de règlement, cette infrastructure du marché financier devrait conserver à tout le moins des ressources suffisantes pour couvrir ses expositions aux deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit dans le système.*
3. *La contrepartie centrale devrait couvrir complètement ses expositions courantes et futures potentielles à chaque participant avec un degré élevé de confiance à l'aide de marges ou d'autres ressources financières préfinancées (voir le principe 5 concernant les garanties et le principe 6 concernant les marges). En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs territoires devrait conserver des ressources financières supplémentaires pour couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Toutes les autres contreparties centrales devraient conserver des ressources financières supplémentaires suffisant à couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui pourraient causer la plus importante exposition globale au risque de crédit pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Dans tous les cas, la contrepartie centrale devrait documenter la justification du montant total des ressources financières qu'elle maintient et établir des ententes de gouvernance appropriées à cet égard.*
4. *La contrepartie centrale devrait déterminer le montant de ses ressources financières totales et vérifier régulièrement si elles suffisent en cas d'une ou de plusieurs défaillances dans une conjoncture du marché extrême mais plausible en les*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

soumettant à des simulations de crise rigoureuses. La contrepartie centrale devrait se doter de procédures claires pour transmettre les résultats des simulations aux décideurs concernés à l'interne et les utiliser pour évaluer si ses ressources financières totales suffisent et les ajuster. Les simulations de crise devraient être effectuées quotidiennement en fonction de paramètres et d'hypothèses normalisés et préétablis. Au moins une fois par mois, la contrepartie centrale devrait procéder à une analyse exhaustive et approfondie des scénarios, des modèles et des paramètres et hypothèses sous-jacents des simulations de crise afin de vérifier qu'ils sont appropriés pour établir le degré nécessaire de protection contre les défaillances à la lumière des conditions de marché actuelles et en évolution. Elle devrait procéder à cette analyse plus souvent lorsque les produits compensés ou les marchés desservis sont hautement volatiles, qu'ils deviennent moins liquides ou que la taille ou la concentration des positions détenues par les participants à la contrepartie centrale augmentent de manière significative. Elle devrait effectuer une validation complète du modèle de gestion des risques au moins une fois par an.

5. Dans ses simulations de crise, la contrepartie centrale devrait tenir compte de l'incidence d'une vaste gamme de scénarios pertinents en ce qui a trait aux positions des deux parties défaillantes et des variations possibles de prix durant les périodes de liquidation. Les scénarios devraient envisager notamment des volatilités de prix à des sommets historiques, des variations d'autres conditions de marché comme les facteurs de détermination des prix et les courbes de rendement, des défaillances multiples sur divers horizons temporels, des pressions simultanées sur les marchés du financement et des actifs ainsi qu'une gamme de scénarios de crise prospectifs dans une variété de conjonctures du marché extrêmes mais plausibles.
6. L'infrastructure du marché financier devrait établir des règles et des procédures explicites concernant toutes les pertes de crédit qu'elle pourrait subir en raison de la défaillance d'un ou de plusieurs de ses participants relativement aux obligations qu'ils ont envers elle. Ces règles et procédures devraient porter sur l'attribution des pertes de crédit potentiellement non couvertes, notamment le remboursement des fonds qu'elle peut emprunter auprès de fournisseurs de liquidité. Elles devraient aussi indiquer la procédure de reconstitution des ressources financières que l'infrastructure du marché financier peut employer en période de crise, de façon à ce qu'elle puisse continuer à exercer ses activités de manière sûre et saine.

**Principe 5 : Garanties**

**Une infrastructure du marché financier qui exige des garanties pour gérer son exposition au risque de crédit ou celui de ses participants devrait accepter des garanties présentant un faible risque de crédit, de liquidité et de marché. Elle devrait aussi établir et appliquer des décotes et des limites de concentration prudentes.**

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait généralement limiter les actifs qu'elle accepte (automatiquement) comme garantie à ceux qui présentent un faible risque de crédit, de liquidité et de marché.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait établir des pratiques d'évaluation prudentes et élaborer des décotes qui sont régulièrement soumis à des simulations de crise et tiennent compte de conjonctures du marché difficiles.*
3. *Afin de réduire la nécessité de faire des ajustements procycliques, l'infrastructure du marché financier devrait établir des décotes stables et prudentes qui sont calibrées en fonction de conjonctures du marché difficiles, dans la mesure où il est possible et prudent de le faire.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait éviter la concentration de certains actifs lorsque cela affaiblirait gravement sa capacité de les liquider rapidement sans que leur prix soit touché de manière significative.*
5. *L'infrastructure du marché financier qui accepte des garanties transfrontalières devrait atténuer les risques qui en découlent et veiller à pouvoir les utiliser en temps opportun.*
6. *L'infrastructure du marché financier devrait utiliser un système de gestion des garanties bien conçu et fonctionnellement souple.*

**Principe 6 : Marges**

***Une infrastructure du marché financier devrait couvrir son exposition au risque de crédit de ses participants pour tous les produits au moyen d'un système de marges efficace, fondé sur les risques et évalué régulièrement.***

**Aspects clés**

1. *La contrepartie centrale devrait se doter d'un système de marges qui établit des niveaux de marge correspondant aux risques et aux caractéristiques propres à chaque produit, portefeuille et marché qu'elle dessert.*
2. *La contrepartie centrale devrait disposer d'une source fiable de données actuelles sur son système de marges. Elle devrait aussi se doter de procédures et de modèles de valorisation fiables pour faire face aux circonstances dans lesquelles les données sur les prix ne sont pas disponibles ou fiables.*
3. *La contrepartie centrale devrait adopter des modèles et des paramètres de marge initiale fondés sur le risque et générant des exigences de marge suffisantes pour couvrir ses expositions potentielles futures aux participants dans l'intervalle entre le dernier dépôt de marge et le dénouement de positions à la suite de la défaillance d'un participant. La marge initiale devrait respecter un niveau de confiance unilatéral établi au moins à 99 % à l'égard de la répartition estimative de l'exposition future. Pour la*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*contrepartie centrale qui calcule la marge au niveau du portefeuille, cette obligation s'applique à la répartition de l'exposition future de chaque portefeuille. Pour la contrepartie centrale qui calcule la marge à un niveau plus détaillé, par exemple celui du sous-portefeuille ou du produit, l'obligation doit être respectée pour les répartitions correspondantes de l'exposition future. Le modèle devrait a) utiliser une estimation prudente des horizons temporels pour une couverture ou un dénouement efficaces des positions sur les types précis de produits qui sont compensés par la contrepartie centrale (y compris dans les conjonctures de marché difficiles), b) prévoir une méthode appropriée pour mesurer l'exposition au risque de crédit qui tienne compte des facteurs de risque pertinents et des répercussions sur tous les produits du portefeuille, et c), dans la mesure où cela est possible et prudent, limiter la nécessité d'apporter des changements procycliques déstabilisants.*

- 4. La contrepartie centrale devrait valoriser les positions des participants à la valeur de marché et percevoir les marges de variation au moins quotidiennement afin de limiter l'accumulation des expositions courantes. Elle devrait avoir l'autorité et la capacité opérationnelle de faire des appels de marge intrajournaliers auprès des participants et de leur verser des paiements, qu'ils soient prévus ou non.*
- 5. Pour calculer les exigences de marge, la contrepartie centrale peut autoriser des compensations ou des réductions de marge requise entre les produits qu'elle ou une autre contrepartie centrale compense s'il est possible d'établir une corrélation significative et fiable entre le risque d'un produit et celui d'un autre. Les contreparties centrales autorisées à offrir des marges croisées doivent avoir des protections appropriées et des systèmes de gestion du risque harmonisés.*
- 6. La contrepartie centrale devrait analyser et surveiller son modèle de performance et de couverture globale par les marges en effectuant quotidiennement des contrôles ex post rigoureux et, au moins une fois par mois ou plus souvent, s'il y a lieu, des analyses de sensibilité. Elle devrait évaluer régulièrement les propriétés théoriques et empiriques de son modèle de marge pour tous les produits qu'elle compense. Lorsqu'elle procède à l'analyse de sensibilité de la couverture de son modèle, la contrepartie centrale devrait envisager une vaste gamme de paramètres et d'hypothèses qui reflètent des conjonctures de marché plausibles, notamment les périodes les plus volatiles enregistrées sur les marchés qu'elle dessert et les changements extrêmes dans les corrélations entre les prix.*
- 7. La contrepartie centrale devrait examiner et valider régulièrement son régime de marges.*

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

### **Principe 7 : Risque de liquidité**

***Une infrastructure du marché financier devrait mesurer, surveiller et gérer efficacement son risque de liquidité. Elle devrait conserver des ressources liquides suffisantes dans toutes les monnaies pertinentes pour procéder au règlement le même jour et, s'il y a lieu, au règlement intrajournalier et sur plusieurs jours des obligations de paiement avec un degré élevé de confiance selon une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de liquidité globale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.***

#### **Aspects clés**

- 1. L'infrastructure du marché financier devrait se doter d'un cadre solide de gestion des risques de liquidité de ses participants, des banques de règlement, des agents nostro, des banques dépositaires, des fournisseurs de liquidités et d'autres entités.*
- 2. L'infrastructure du marché financier devrait se doter d'outils opérationnels et analytiques efficaces pour détecter, mesurer et surveiller ses flux de règlement et de financement en continu et en temps opportun, y compris son utilisation de liquidités intrajournalières.*
- 3. Tout système de paiement ou système de règlement de valeurs mobilières, qu'il ait ou non recours à un mécanisme de règlement net reporté, devrait conserver des ressources liquides suffisantes dans toutes les monnaies pertinentes pour procéder au règlement le même jour et, s'il y a lieu, au règlement intrajournalier ou sur plusieurs jours des obligations de paiement avec un degré élevé de confiance selon une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de paiement globale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.*
- 4. La contrepartie centrale devrait conserver des ressources liquides suffisantes dans toutes les monnaies pertinentes pour procéder au règlement des paiements relatifs à des valeurs mobilières, d'effectuer les versements au titre de la marge de variation et de s'acquitter de ses autres obligations de paiement au moment prévu avec un degré élevé de confiance dans une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance du participant et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de paiement globale pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. En outre, la contrepartie centrale qui participe à des activités comportant un profil de risque plus complexe ou qui est importante sur le plan systémique dans plusieurs*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*territoires devrait envisager de conserver des ressources liquides supplémentaires pour couvrir une vaste gamme de scénarios de crise qui devraient notamment envisager la défaillance des deux participants et des membres du même groupe qui entraîneraient la plus importante obligation de paiement globale pour la contrepartie centrale dans une conjoncture du marché extrême mais plausible.*

- 5. Afin de remplir l'exigence de ressources liquides minimales, les ressources liquides admissibles de l'infrastructure du marché financier dans chaque monnaie comprennent les espèces déposées auprès de la banque centrale d'émission et de banques commerciales solvables, les lignes de crédit, swaps de change et prises en pension consenties ainsi que les biens donnés en garantie facilement négociables et détenus auprès d'un dépositaire et les investissements facilement disponibles le jour même et convertibles en espèces dans le cadre de conventions de financement préétablies et très fiables, même dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Si l'infrastructure du marché financier a accès à des facilités de crédit courantes de la banque centrale d'émission, elle peut les compter dans les ressources liquides minimales dans la mesure où elle détient des garanties que la banque peut accepter en garantie (ou accepter pour effectuer avec elle d'autres opérations appropriées). L'infrastructure du marché financier devrait pouvoir disposer de ces ressources lorsqu'elle en a besoin.*
- 6. L'infrastructure du marché financier peut compléter ses ressources liquides admissibles par d'autres formes de ressources liquides. Si elle le fait, ces ressources devraient consister en des actifs susceptibles d'être vendus ou acceptés en garantie de lignes de crédit, de swap et ou de prises en pension de façon ponctuelle à la suite d'une défaillance, même s'il n'est pas possible de le préétablir ou de le garantir de manière fiable dans une conjoncture du marché extrême mais plausible. Même si l'infrastructure du marché financier n'a pas accès à des facilités de crédit courantes d'une banque centrale, elle devrait tenir compte du type de garanties généralement acceptées par la banque, car ces actifs pourraient être plus liquides dans des situations de crise. L'infrastructure du marché financier ne devrait pas faire de l'existence de facilités de crédit d'urgence auprès de la banque centrale une partie de son plan de liquidité.*
- 7. L'infrastructure du marché financier devrait, par des contrôles diligents rigoureux, atteindre un haut degré de confiance que chaque fournisseur de ressources liquides minimales admissibles requises, qu'il soit un participant à l'infrastructure du marché financier ou une partie externe, dispose de suffisamment d'information pour comprendre et gérer ses risques de liquidité et qu'il a la capacité de respecter son engagement. Si cela est pertinent pour évaluer la fiabilité du fournisseur de liquidités relativement à une monnaie donnée, ses possibilités d'accéder à des facilités de crédit de la banque centrale d'émission peuvent être prises en compte. L'infrastructure du*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*marché financier devrait mettre régulièrement à l'essai ses procédures d'accès à ses ressources liquides auprès du fournisseur de liquidités.*

- 8. L'infrastructure du marché financier qui a accès à des comptes, à des services de paiement ou à des services en valeurs mobilières auprès de la banque centrale devrait les utiliser, si possible, pour améliorer sa gestion du risque de liquidité.*
- 9. L'infrastructure du marché financier devrait déterminer le montant de ses ressources liquides et vérifier régulièrement si elles suffisent en les soumettant à des simulations de crise rigoureuses. Elle devrait se doter de procédures claires pour transmettre les résultats de ces simulations aux décideurs concernés à l'interne et les utiliser pour évaluer l'adéquation de son cadre de gestion du risque de liquidité et l'ajuster. Lorsqu'elle effectue des simulations de crise, la contrepartie centrale devrait envisager une vaste gamme de scénarios pertinents, notamment des volatilités de prix à des sommets historiques, des variations d'autres conditions de marché comme les facteurs de détermination des prix et les courbes de rendement, des défaillances multiples sur divers horizons temporels, des pressions simultanées sur les marchés du financement et des actifs ainsi que de scénarios de crise prospectifs dans une variété de conjonctures du marché extrêmes mais plausibles. Les scénarios devraient également tenir compte de la conception et du fonctionnement de l'infrastructure du marché financier et comprendre toutes les entités qui pourraient lui poser des risques de liquidité importants (comme des banques de règlement, des agents nostro, des banques dépositaires, des fournisseurs de liquidités et des infrastructures du marché financier liées) et, s'il y a lieu, couvrir une période de plusieurs jours. Dans tous les cas, la contrepartie centrale devrait documenter la justification du montant total et la forme des ressources liquides totales qu'elle maintient et établir des ententes de gouvernance appropriées à cet égard.*
- 10. L'infrastructure du marché financier devrait établir des règles et des procédures explicites afin de procéder au règlement le jour même et, s'il y a lieu, au règlement intrajournalier et sur plusieurs jours des obligations de paiement au moment prévu à la suite d'une ou de plusieurs défaillances de ses participants. Ces règles et procédures devraient traiter des déficits de liquidité imprévus et potentiellement non couverts et viser à éviter de dénouer ou de révoquer des obligations de paiement ou d'en retarder le règlement le jour même. Elles devraient aussi indiquer la procédure de reconstitution des ressources liquides employées par l'infrastructure du marché financier en situation de crise de façon à ce qu'elle puisse continuer à exercer ses activités de manière sûre et saine.*

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

### **Principe 8 : Irrévocabilité du règlement**

***Une infrastructure du marché financier devrait procéder à un règlement final clair et certain au plus tard à la fin de la journée, à la date de valeur. Elle devrait, lorsqu'il est nécessaire ou préférable de le faire, effectuer le règlement final pendant la même journée ou en temps réel.***

#### **Aspects clés**

1. *Les règles et les procédures de l'infrastructure du marché financier devraient définir clairement le point auquel le règlement est final.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait effectuer le règlement final au plus tard à la fin de la journée, à la date de valeur, et de préférence pendant la journée ou en temps réel afin de réduire le risque de règlement. Tout système de transfert de paiements de grande valeur ou système de règlement des valeurs mobilières devrait envisager d'adopter le RBTR ou le traitement de lots multiples le jour du règlement.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait définir clairement le moment à partir duquel le participant ne peut plus révoquer les paiements, les instructions de transfert ou d'autres obligations qui ne sont pas réglés.*

### **Principe 9 : Règlements monétaires**

***Une infrastructure du marché financier devrait, si possible, effectuer ses règlements monétaires avec les fonds de la banque centrale. Si elle n'utilise pas ces fonds, elle devrait réduire et contrôler strictement les risques de crédit et de liquidité liés à l'utilisation de fonds provenant de banques commerciales.***

#### **Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait effectuer ses règlements monétaires avec les fonds de la banque centrale, si possible, pour éviter les risques de crédit et de liquidité.*
2. *L'infrastructure du marché financier qui n'utilise pas les fonds de la banque centrale devrait effectuer ses règlements monétaires au moyen d'actifs qui présentent peu de risque de crédit ou de liquidité ou aucun.*
3. *Si l'infrastructure du marché financier effectue le règlement en fonds provenant de banques commerciales, elle devrait surveiller, gérer et limiter ses risques de crédit et de liquidité découlant des banques de règlement commerciales. En particulier, l'infrastructure du marché financier devrait établir, pour ses banques de règlement, des critères stricts concernant notamment leur réglementation, leur supervision, leur solvabilité, leur capitalisation, leur accès à des liquidités et leur fiabilité opérationnelle, et devrait vérifier le respect de ces critères. Elle devrait également surveiller et gérer la*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

concentration des expositions aux risques de crédit et de liquidité de ses banques de règlement commerciales.

4. L'infrastructure du marché financier qui effectue des règlements monétaires avec ses propres fonds devrait réduire et contrôler strictement ses risques de crédit et de liquidité.
5. Les accords juridiques conclus entre l'infrastructure du marché financier et les banques de règlement devraient indiquer clairement le moment où devraient avoir lieu les transferts dans les registres des banques de règlements, et préciser que les transferts sont finaux une fois effectués et que les fonds reçus devraient être transférables dès que possible, au moins à la fin de la journée et idéalement au cours de la journée, afin de permettre à l'infrastructure du marché financier et à ses participants de gérer les risques de crédit et de liquidité.

**Principe 10 : Livraisons physiques**

**Une infrastructure du marché financier devrait énoncer clairement ses obligations en matière de livraison d'instruments physiques ou de marchandises et relever, surveiller et gérer les risques qui découlent de la livraison.**

**Aspects clés**

1. Les règles de l'infrastructure du marché financier devraient énoncer clairement ses obligations en matière de livraison d'instruments physiques ou de marchandises.
2. L'infrastructure du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques et les coûts découlant du stockage et de la livraison d'instruments physiques ou de marchandises.

(Le principe 11 relatif aux dépositaires centraux de titres ne s'applique pas aux dérivés de gré à gré).

**Principe 12 : Systèmes d'échange contre valeur**

**Une infrastructure du marché financier qui règle des opérations comportant le règlement de deux obligations liées (par exemple, des opérations sur titres ou de change) devrait éliminer le risque de capital en faisant du règlement final d'une obligation la condition du règlement de l'autre obligation.**

**Aspects clés**

1. L'infrastructure du marché financier qui est un système d'échange contre valeur devrait éliminer le risque de capital en faisant en sorte que le règlement final d'une obligation se fasse si et seulement si le règlement final de l'autre obligation se fait aussi, que le règlement soit brut ou soit net et quel que soit le moment où il survient.

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

### **Principe 13 : Règles et procédures relatives aux défaillances des participants**

***Une infrastructure du marché financier devrait disposer de règles et de procédures efficaces et clairement définies de gestion des défaillances des participants. Ces règles et procédures devraient permettre à l'infrastructure du marché financier d'agir rapidement pour contenir les pertes et les tensions sur la liquidité et continuer à remplir ses obligations.***

#### **Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de règles et de procédures en matière de défaillance qui lui permettent de continuer à remplir ses obligations en cas de défaillance d'un participant et qui traitent de la reconstitution des ressources à la suite d'une défaillance.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait être prête à mettre en œuvre ses règles et procédures en matière de défaillance, et notamment les procédures discrétionnaires appropriées prévues par ses règles.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait rendre publics les principaux aspects de ses règles et procédures en matière de défaillance.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait associer ses participants et les autres intéressés aux simulations et aux examens de ses procédures en matière de défaillance, notamment les procédures de dénouement. Les simulations et les examens devraient se tenir au moins annuellement ou à la suite de changements importants apportés aux règles et aux procédures pour vérifier si elles sont pratiques et efficaces.*

### **Principe 14 : Séparation et transférabilité**

***Une contrepartie centrale devrait établir des règles et des procédures permettant la séparation et la transférabilité des positions des clients d'un participant ainsi que des garanties qui lui ont été données à l'égard de ces positions.***

#### **Aspects clés**

1. *La contrepartie centrale devrait à tout le moins se doter de mécanismes de séparation et de transférabilité pour protéger efficacement les positions des clients des participants et les garanties connexes contre une défaillance ou l'insolvabilité de ce participant. Si la contrepartie centrale offre une protection supplémentaire pour les positions et les garanties de ce client contre la défaillance simultanée du participant et d'un autre client, elle devrait prendre des mesures pour en garantir l'efficacité.*
2. *La contrepartie centrale devrait employer une structure de comptes lui permettant de distinguer facilement les positions appartenant aux clients d'un participant et de*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*séparer les garanties connexes. Elle devrait conserver les positions et garanties du client dans des comptes individuels ou des comptes omnibus.*

3. *La contrepartie centrale devrait structurer ses mécanismes de transférabilité de façon à ce qu'il soit hautement probable que les positions et les garanties des clients d'un participant défaillant seront transférées à un ou plusieurs autres participants.*
4. *La contrepartie centrale devrait diffuser ses règles, politiques et procédures relatives à la séparation et à la transférabilité des positions des clients d'un participant et des garanties connexes. En particulier, elle devrait indiquer si la garantie du client fait l'objet d'une protection individuelle ou omnibus. En outre, elle devrait préciser toute contrainte, notamment juridique ou opérationnelle, qui pourrait nuire à sa capacité de procéder à la séparation ou au transfert des positions des clients d'un participant et des garanties connexes.*

**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 capitaux propres pour couvrir ses pertes économiques générales éventuelles de manière à pouvoir assurer la continuité de ses activités et de ses services si ces pertes se réalisent. En outre, ces actifs devraient en tout temps suffire pour permettre la reprise ou la cessation ordonnée de ses activités et services essentiels.***

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de systèmes solides de gestion et de contrôle pour détecter, surveiller et gérer les risques économiques généraux, notamment les pertes découlant d'une mauvaise exécution de la stratégie d'entreprise, les flux de trésorerie négatifs et des charges opérationnelles excessives et imprévues.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait maintenir des actifs nets liquides financés par capitaux propres (comme des actions ordinaires, des réserves publiées ou d'autres résultats non distribués) de sorte qu'elle puisse continuer à exercer ses activités et à fournir ses services si elle subit des pertes d'entreprise générales. Le montant de ces actifs nets liquides devrait être établi en fonction de son profil de risque économique général et du temps nécessaire pour procéder à la reprise ou à la cessation ordonnée, selon le cas, de ses activités et services essentiels si une telle mesure est prise.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait maintenir un plan viable de reprise ou de cessation ordonnée des activités et conserver suffisamment d'actifs nets liquides financés par capitaux propres pour le mettre en œuvre. Elle devrait maintenir des actifs nets liquides financés par capitaux propres représentant au moins six mois de charges opérationnelles courantes. Ces actifs s'ajoutent aux ressources détenues afin de couvrir les défaillances de participants ou d'autres risques couverts selon les principes applicables aux ressources financières. Cependant, les capitaux propres détenus*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale***

*selon les normes internationales en matière d'actifs pondérés en fonction des risques peuvent être inclus, le cas échéant, pour éviter les chevauchements entre les exigences de fonds propres.*

4. *Les actifs détenus pour couvrir le risque économique général devraient être de haute qualité et suffisamment liquides pour lui permettre de s'acquitter de ses charges opérationnelles courantes et prévues dans une gamme de scénarios, notamment lorsque la conjoncture du marché est difficile.*
5. *L'infrastructure du marché financier devrait maintenir un plan viable pour réunir des capitaux propres supplémentaires dans l'éventualité où ils baissent près du montant nécessaire ou en dessous. Ce plan devrait être approuvé par le conseil d'administration et actualisé régulièrement.*

**Principe 16 : Risques de garde et de placement**

***Une infrastructure du marché financier devrait protéger ses actifs et ceux de ses participants et réduire autant que possible le risque de perte sur ces actifs et de délai d'attente pour en disposer. Elle devrait investir dans des instruments comportant peu de risque de crédit, de marché et de liquidité.***

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait déposer ses actifs et ceux de ses participants auprès d'entités supervisées, réglementées et dotées de pratiques de comptabilité, de procédures de garde et de contrôles internes rigoureux qui les protègent pleinement.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait pouvoir accéder rapidement à ses actifs, y compris ceux fournis par ses participants, quand elle en a besoin.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait évaluer et comprendre son exposition aux banques dépositaires, en tenant compte de l'étendue des relations qu'elle entretient avec chacune d'elles.*
4. *La stratégie d'investissement de l'infrastructure du marché financier devrait être compatible avec sa stratégie globale de gestion du risque et communiquée intégralement à ses participants, et ses investissements devraient être garantis par des débiteurs de haute qualité ou des créances à leur égard. Ces investissements devraient pouvoir être liquidés rapidement sans que leur prix soit touché, ou peu.*

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

### **Principe 17 : Risque opérationnel**

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

#### **Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait instaurer un cadre solide de gestion du risque opérationnel assorti des systèmes, politiques, procédures et contrôles appropriés pour relever, surveiller et gérer les risques opérationnels.*
2. *Le conseil d'administration de l'infrastructure du marché financier devrait définir clairement les rôles et responsabilités en matière de gestion du risque opérationnel et approuver le cadre de gestion du risque opérationnel de celle-ci. Les systèmes, politiques opérationnelles, procédures et contrôles devraient être examinés, audités et mis à l'essai périodiquement et après tout changement significatif.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait adopter des objectifs clairement définis en matière de fiabilité opérationnelle et se doter de politiques conçues pour les atteindre.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait avoir une capacité d'extensibilité qui lui permet de traiter adéquatement des niveaux croissants de tension et d'atteindre ses objectifs en matière de services.*
5. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter de politiques globales de sécurité physique et de sécurité de l'information qui devraient traiter de toutes les vulnérabilités et menaces potentielles.*
6. *L'infrastructure du marché financier devrait se doter d'un plan de continuité des activités qui répond aux événements posant un risque significatif de perturbation des activités, notamment les événements qui pourraient entraîner une interruption généralisée ou majeure. Le plan devrait prévoir un site secondaire et être conçu de manière à garantir que les systèmes essentiels de technologie de l'information peuvent reprendre les activités dans les deux heures suivant toute interruption. Il devrait être conçu de façon à permettre à l'infrastructure du marché financier d'effectuer le règlement au plus tard à la fin de la journée de l'interruption, même dans les cas extrêmes. L'infrastructure du marché financier devrait mettre ces dispositions à l'essai régulièrement.*
7. *L'infrastructure du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques que ses principaux participants, d'autres infrastructures du marché financier et des*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*fournisseurs de service pourraient poser à ses activités. En outre, elle devrait relever, surveiller et gérer les risques que ses activités pourraient poser à d'autres infrastructures du marché financier.*

**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.**

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait offrir un accès équitable et libre à ses services, notamment aux participants directs et, le cas échéant, indirects ainsi qu'aux autres infrastructures du marché financier, selon des critères de participation raisonnables et fondés sur le risque.*
2. *Les critères de participation de l'infrastructure du marché financier devraient être justifiés par la sécurité et l'efficacité de celle-ci ainsi que des marchés qu'elle dessert, adaptés et proportionnels à ses risques particuliers, et communiqués au public. Sous réserve de maintenir des normes acceptables en matière de contrôle du risque, l'infrastructure du marché financier devrait viser à établir des critères qui restreignent le moins possible l'accès dans les circonstances.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait surveiller continuellement la conformité à ses critères de participation, et se doter de procédures clairement définies et les communiquer au public pour faciliter la suspension et l'exclusion ordonnée de tout participant qui ne les respecte pas ou n'y satisfait plus.*

**Principe 19 : Accords de participation par paliers**

**Une infrastructure du marché financier devrait relever, surveiller et gérer les risques importants auxquels l'exposent les accords de participation par paliers.**

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait s'assurer que ses règles, procédures et conventions lui permettent de recueillir des informations de base sur la participation indirecte afin de relever, de surveiller et de gérer les risques importants pour elle qui proviennent des accords de participation par paliers.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait relever les dépendances importantes entre ses participants directs et indirects qui pourraient avoir une incidence sur elle.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait identifier les participants indirects responsables d'une grande proportion des opérations qu'elle traite ainsi que ceux dont*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

*les volumes ou les valeurs des opérations sont importants par rapport à la capacité des participants directs par lesquels ils accèdent à l'infrastructure du marché financier afin de gérer les risques associés à ces opérations.*

4. *L'infrastructure du marché financier devrait évaluer régulièrement les risques découlant des accords de participation par paliers et, au besoin, prendre des mesures d'atténuation.*

**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.***

**Aspects clés**

1. *Avant de conclure une convention créant un lien, et en permanence une fois qu'un lien est établi, l'infrastructure du marché financier devrait définir, surveiller et gérer toutes les sources de risque en découlant. Les conventions relatives aux liens devraient être conçues pour que chaque infrastructure du marché financier soit en mesure de continuer à se conformer aux autres principes formulés aux présentes.*
2. *Tout lien devrait être bien fondé en droit dans tous les territoires concernés pour protéger son modèle et les infrastructures du marché financier qui y participent.*
3. *Les dépositaires centraux de titres liés entre eux devraient mesurer, surveiller et gérer les risques de crédit et de liquidité découlant des autres dépositaires centraux de titres. Tout crédit consenti entre eux devrait être entièrement couvert par des garanties de grande qualité et être plafonné.*
4. *Les transferts provisoires de titres entre les dépositaires centraux de titres liés entre eux devraient être interdits ou, à tout le moins, le retransfert de titres transférés provisoirement devrait être interdit jusqu'au transfert définitif.*
5. *Le dépositaire central de titres investisseur ne devrait établir de lien avec un dépositaire central de titres émetteur que si l'entente conclue entre eux prévoit un degré élevé de protection des droits des participants au dépositaire investisseur.*
6. *Le dépositaire central de titres investisseur qui a recours à un intermédiaire pour exploiter un lien avec un dépositaire central de titres émetteur devrait mesurer, surveiller et gérer les risques supplémentaires (notamment les risques de garde, de crédit, juridique et opérationnel) découlant de cet intermédiaire.*
7. *Avant de créer un lien avec une autre contrepartie centrale, la contrepartie centrale devrait relever et gérer les risques de contagion potentiels d'une défaillance de la contrepartie centrale à laquelle elle est liée. Si un lien relie trois contreparties centrales*

**Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale**

ou plus, chacune d'entre elles devrait relever, évaluer et gérer les risques que ce dispositif pose.

8. Chaque contrepartie centrale qui est partie à une convention créant un lien devrait être en mesure de couvrir complètement, et au moins quotidiennement, ses expositions courantes et ses expositions potentielles futures à la contrepartie centrale avec laquelle elle est liée ainsi qu'à ses participants, s'il y a lieu, avec un haut degré de confiance, sans nuire à sa capacité de remplir ses obligations envers ses propres participants à quelque moment que ce soit.
9. Le référentiel central de données devrait évaluer attentivement les risques opérationnels supplémentaires découlant de ses liens afin de garantir l'extensibilité et la fiabilité des ressources en technologie de l'information et des ressources connexes.

**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 dessert.**

**Aspects clés**

1. L'infrastructure du marché financier devrait être conçue pour remplir les besoins de ses participants et des marchés qu'elle dessert, notamment en ce qui concerne le choix du mécanisme de compensation et de règlement, la structure opérationnelle, le nombre de produits compensés, réglés ou enregistrés, et l'utilisation de la technologie et des procédures.
2. L'infrastructure du marché financier devrait avoir des objectifs clairement définis qui soient mesurables et réalisables, notamment en ce qui concerne ses niveaux de service minimaux, ses attentes en matière de gestion du risque et ses priorités commerciales.
3. L'infrastructure du marché financier devrait instaurer des mécanismes d'examen régulier de son efficience et de son efficacité.

**Principe 22 : Procédures et normes de communication**

**Une infrastructure du marché financier devrait suivre ou au moins avoir la capacité de suivre les procédures et les normes de communication internationalement reconnues pertinentes en vue de favoriser l'efficacité des paiements, des compensations, des règlements et des enregistrements.**

**Aspects clés**

1. L'infrastructure du marché financier devrait suivre ou au moins avoir la capacité de suivre les procédures et les normes de communication internationalement acceptées.

Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : *Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*

**Principe 23 : Communication des règles et des procédures clés, et données de marché**

***Une infrastructure du marché financier devrait disposer de règles et de procédures claires et complètes et fournir aux participants suffisamment d'information pour leur permettre de bien comprendre les risques, les frais et les autres coûts importants auxquels ils s'exposent en l'utilisant. Toutes les règles pertinentes et toutes les procédures clés devraient être rendues publiques.***

**Aspects clés**

1. *L'infrastructure du marché financier devrait adopter des règles et procédures claires et complètes et les communiquer intégralement aux participants. Les règles pertinentes et des procédures clés devraient aussi être rendues publiques.*
2. *L'infrastructure du marché financier devrait diffuser des descriptions claires du modèle et du fonctionnement du système, ainsi que de ses droits et obligations et de ceux de ses participants, de façon à ce que ces derniers puissent évaluer les risques auxquels ils s'exposent en participant à l'infrastructure du marché financier.*
3. *L'infrastructure du marché financier devrait fournir aux participants la documentation et la formation nécessaires et appropriées pour qu'ils comprennent ses règles et procédures ainsi que les risques auxquels ils s'exposent.*
4. *L'infrastructure du marché financier devrait rendre publique sa tarification au niveau des services individuels offerts ainsi que ses politiques en matière de rabais. Elle devrait fournir des descriptions claires des services tarifés aux fins de comparaison.*
5. *L'infrastructure du marché financier devrait produire régulièrement des réponses au Disclosure framework for financial market infrastructures du CSPR-OICV et les rendre publiques. Elle devrait également rendre publiques au moins des données de base sur les volumes et les valeurs des opérations.*

91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

Canadian Securities Administrators

CSA Consultation Paper 91-406

Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

Canadian Securities Administrators Derivatives Committee

June 20, 2012

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

## Table of Contents

---

Executive Summary .....	5
1. Introduction.....	11
2. Mandatory CCP Clearing.....	11
2.1 Committee Recommendations.....	13
3. Derivatives subject to a Mandatory Clearing Requirement.....	13
3.1 Bottom-Up Approach .....	17
3.2 Top-Down Approach.....	20
3.3 Committee Recommendations.....	22
4. Back-loading of pre-existing transactions .....	23
4.1 Committee Recommendations.....	23
4.2 Request for Comment .....	23
5. Clearing Timeframes.....	24
5.1 Committee Recommendations.....	24
5.2 Request for Comment .....	25
6. Exemptions from CCP clearing .....	25
6.1 End-users .....	25
6.2 Intra-group transactions.....	25
6.3 Request for Comment .....	26
7. Recognition of Central Counterparties.....	26
7.1 Committee Recommendations.....	27
8. CPSS – IOSCO .....	27
8.1 Governance .....	28
8.2 Committee Recommendations.....	29
8.3 Request for Comment .....	29

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

8.4	Board Committees.....	30
8.5	Committee Recommendation .....	30
8.6	Advisory Committees .....	30
8.7	Committee Recommendations.....	30
8.8	Fees.....	30
8.9	Committee Recommendations.....	31
8.10	Participant Access.....	31
8.11	Committee Recommendation .....	33
8.12	Open Access to Trading Platforms .....	34
8.13	Committee Recommendations.....	35
8.14	Request for Comment .....	35
8.15	CCP Rules .....	35
8.16	Committee Recommendations.....	36
9.	Risk management .....	37
9.1	Default Management .....	38
9.2	Framework for Comprehensive Management of Risks.....	39
9.3	Committee Recommendation .....	41
10.	Systems and Technology .....	42
10.1	Committee Recommendations.....	43
11.	Protection of Assets.....	44
12.	Reporting .....	44
12.1	Committee Recommendations.....	46
12.2	Request for Comment .....	46
13.	Foreign-based CCPs and Regulatory Cooperation.....	46
13.1	CCP Infrastructure .....	49

91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

14. Further Questions for Public comment ..... 49

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

On November 2, 2010, the Canadian Securities Administrators (“CSA”) Derivatives Committee (the “Committee”) published Consultation Paper 91-401 – *Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada* (“Consultation Paper 91-401”).<sup>1</sup> Consultation Paper 91-401 set out high-level proposals for the regulation of over-the-counter (“OTC”) derivatives. The Committee sought input from the public with respect to the proposals and eighteen comment letters were received from interested parties.<sup>2</sup>

The Committee has continued to contribute to and follow international regulatory proposals and legislative developments, and collaborate with the Bank of Canada, the Office of the Superintendent of Financial Institutions (“OSFI”), the Department of Finance Canada, market participants, as well as bodies such as the International Organization of Securities Commissions (“IOSCO”), the Financial Stability Board (“FSB”) and the OTC Derivatives Regulators’ Forum (“ODRF”). This public consultation paper, one in a series of eight papers that build on the regulatory proposals contained in Consultation Paper 91-401, proposes a framework for centralized clearing in the Canadian OTC derivatives markets. It is hoped that this paper will generate necessary commentary and debate that will assist members of the CSA in selecting appropriate policies and rules that will eventually be implemented in the various jurisdictions of Canada.

The Committee is working with foreign regulators to develop international standards that will shape the rules that we develop, including those regarding CCP clearing. Although a significant market in Canada, 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. It is therefore crucial that rules be developed for the Canadian market that accord with international practice to ensure that Canadian market participants have full access to international markets 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 CCP clearing.

---

<sup>1</sup> See <http://www.lautorite.gc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-en.pdf>.

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

91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

## Executive Summary

The adoption of requirements relating to CCP clearing will be a key element in addressing the reform of financial markets in Canada. The introduction of requirements for CCP clearing of previously bilaterally cleared or uncleared derivatives transactions will not only greatly enhance the transparency of markets for regulators, but will also enhance the overall mitigation of risks. We include below a summary of the Committee's recommendations for CCP clearing:

### Mandatory clearing requirements

In order to achieve Canada's G-20 commitments, and in accordance with international standards guidance from IOSCO and the FSB, the Committee proposes that CSA members take the necessary steps to make the CCP clearing of eligible OTC derivatives mandatory.

a) The Committee proposes that regulations be adopted requiring CCPs to submit derivatives or categories of derivatives for regulatory review to determine whether the instrument is eligible for CCP clearing and a possible determination that they be subject to a requirement to be centrally cleared by all market participants that are not exempt from the mandatory clearing requirement.

b) The coordinated development of procedures by CSA members will be a necessary first step in determining which OTC derivatives contracts can be centrally cleared and which of these must be centrally cleared, the factors relevant in those determinations and which participants must be required to clear their OTC contracts. In addition, CSA members will develop procedures for the recognition of CCPs and the approval of CCP rules and policies. All will be in accordance with international best practices.

c) Canadian market regulators should adopt a 'bottom-up approach' where OTC derivatives are submitted by a CCP to a market regulator. The market regulator will determine which derivatives will be eligible for CCP clearing and which of those will be subject to mandatory CCP clearing. In conjunction with this approach, the Committee recommends the use of the 'top down approach', a process where CSA members have the power to identify those OTC derivatives that have not been submitted by a CCP in the bottom-up approach but which nonetheless should be subject to mandatory CCP clearing.

d) Co-ordinated CSA regulations should establish the processes to be followed and the criteria that will be used in determining if a derivative should be subject to mandatory CCP clearing. The Committee believes that the evaluation processes should include a public comment period.

e) The Committee believes that a sixty-day public comment period will allow for sufficient time to provide feedback. A communications protocol should be established among CSA members to assist in the harmonization process.

f) A register for those derivatives determined to be subject to mandatory CCP clearing should be established and the information be publicly available.

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

**Back-loading of pre-existing transactions**

The Committee proposes that market participants be required to centrally clear new OTC derivative transactions that regulators have determined to be subject to a CCP clearing obligation. Derivatives transactions entered into before the regulations are in effect (pre-existing transactions) and which are not cleared through a CCP could be novated to the CCP at a later date (back-loading). The Committee believes that:

a) the back-loading of pre-existing transactions should be done on a voluntary basis. However, when such transactions are subject to novation or assigned, effectively becoming new trades, they should be subject to any clearing obligation, and that

b) market regulators should conduct a review using information from trade repositories and other sources to determine whether additional back-loading obligations are appropriate to address existing risks. This analysis will be completed once sufficient trade repository data is available.

**Clearing timeframes**

For voluntarily cleared derivatives, that is, OTC derivative trades *not* executed on an approved trading venue and not subject to mandatory clearing, the Committee recommends their prompt submission to the CCP (no later than the close of business on the day of execution.)

If a derivative which is subject to a clearing obligation is traded on a recognized trading venue, the counterparties must submit the trade as soon as possible.

**Intra-group Transactions**

The Committee will not be recommending a broad exemption for intra-group transactions based on the risks to the overall market and third parties resulting from such an exemption. The Committee does ask for comments on intra-group transactions.

**Recognition of Central Counterparties**

Canadian market regulators should recognize and regulate CCPs. This oversight would include the acceptance or rejection of rules and procedures, the application of terms and conditions to such rules, including the CCPs risk management model, as well as the review of regular CCP fillings and financial statements, and the performing of regular and ad hoc inspections.

**Governance**

CCPs must adopt corporate governance policies to ensure that conflicts of interest are managed and that the board of directors includes independent representation. CCP Boards must establish

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

committees with appropriate structure and mandates to play key roles in the governance of the CCP.

### **Fees**

Clearing and other fees must be fully transparent to clearing members, customers and regulators as well as to the public.

### **Participant Access**

CCPs should develop robust access requirements to ensure that clearing members do not bring undue risk to the CCP and are able to fulfill their obligations, but which do not impose access restrictions for non-competitive ends. At the same time such rules should not unreasonably prohibit, condition, or limit access to the services offered by the CCP. The access policy should consider a potential clearing member's ability to meet its financial and operational responsibilities arising from its relationship with the CCP.

### **Open Access to Trading Platforms**

Regulation should require the development of policies by CCPs to facilitate open access to trading platforms. Such policies should not unreasonably prohibit or limit access to the CCP regardless of how or where a transaction is executed. CCP access requirements should not result in a competitive advantage to any trading platform.

### **CCP Rules**

The CCP's rule book and procedure framework, including default procedures, must be clear and comprehensive. Both market regulators and participants must have certainty that such rules will be followed during periods of market stress. CCP rules should clearly define and limit the range of circumstances in which it has the ability to invoke emergency powers ensuring that participants understand and manage the risk and cost associated with their participation in the CCP. In particular:

- a) CCPs should ensure compliance with published default procedures in all situations and have processes in place to monitor compliance and deal with situations of non-compliance. A mechanism for appeals from CCP decisions should also exist.
- b) CCPs must put in place a process for the adoption of rules, including their submission for regulatory, board and, where necessary, member approval.
- c) Regulators of both domestic and foreign CCPs should develop and commit to clear co-operative oversight arrangements that deal with the regulation of CCPs subject to multi-jurisdictional regulation. Such protocols should clarify the role of regulators in monitoring and directing the governance model, the rule-making process and the operations of a CCP. They

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

should also clarify the rights and responsibilities of all relevant regulators and their ability to take steps in addressing issues of a local public interest.

**Risk Management**

Regulations should be developed requiring that CCPs develop and implement a robust risk management program in accordance with international best practices and the FMI Principles. These programs should be fully transparent to regulators, clearing members and other relevant stakeholders. Specific requirements include that a CCP:

- a) Have in place an effective, multi-level contingency structure that includes accurate liquidity analysis and member margining, a default waterfall that sets out clearly the funding events that will occur in the case of a member default and the contributions that will be required of members and the CCP's own capital (if any) and any further financial backstops or insurance that can be accessed;
- b) Conducts a full analysis of all relevant risks and has in place appropriate risk management procedures, such as margin and haircut adjustments;
- c) Impose risk limits on individual clearing members;
- d) Inform its regulator or regulators when a clearing member is at risk of default and when any default procedures are triggered;
- e) Undertake periodic testing and reviews of its clearing systems, including models and default procedures, and of clearing member procedures and systems. These tests should involve extreme but plausible market conditions;
- f) Maintain and utilize accurate pricing and valuation procedures;
- g) Maintain and utilize product approval procedures to ensure that new clearing products do not bring undue risk to the CCP and its members;
- h) Have a chief risk officer who is responsible for the implementation of risk management procedures and who reports to the CCP's board of directors or risk management committee, as appropriate;
- i) Subject risk management models, including those for valuation and margin calculations, to independent review and validation;
- j) Provide regulators with periodic reports relating to the risks applicable to the CCP and a description of how such risks are managed; and
- k) Provide regulators with financial reports relating to the CCP, which should include aggregated risk exposures.

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

**Systems and Technology**

The Committee believes that regulations for CCPs in Canada should require a program of risk analysis and oversight in order to identify and minimize the sources of operational risk, particularly in regards to systems and technology. The development of appropriate controls to ensure that systems are reliable, secure and have adequate scalability should be required.

**Reporting**

The Committee recommends that each CSA jurisdiction seek the legislative authority to require the CCP to transmit to regulators the information required for oversight purposes. This will include the frequency and format of the information required.

**Foreign-based CCPs and Regulatory Co-operation**

As a majority of counterparties to derivatives trades entered into by Canadian participants are resident outside of Canada, it is clear that Canadian market participants will require access to foreign CCPs to clear at least some OTC derivatives transactions. The Committee believes that the review and recognition (or exemption from recognition) of foreign-based CCPs is a priority to ensure that Canada meets its G20 commitments.

**Comments and Submissions**

The Committee invites input on the issues outlined in this public consultation paper. You may provide written comments in hard copy or electronic form. The committee understands that some market participants were waiting to read the clearing paper before sending comments on end-user exemptions, the committee will welcome all end-user exemption comments with respect to clearing.

The comment period expires September 21, 2012.

The Committee will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers ([www.lautorite.qc.ca](http://www.lautorite.qc.ca)) and the Ontario Securities Commission ([www.osc.gov.on.ca](http://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
- Nova Scotia Securities Commission
- Ontario Securities Commission

## 91-406 Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

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](mailto:jstevenson@osc.gov.on.ca)

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

**Questions**

Please refer your questions to any of:

Derek West  
Chairman, CSA Derivatives Committee  
Director, Derivatives Oversight  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, ext 4491  
[derek.west@lautorite.qc.ca](mailto:derek.west@lautorite.qc.ca)

Michael Brady  
Senior Legal Counsel  
British Columbia Securities Commission  
604-899-6561  
[mbrady@bcsc.bc.ca](mailto:mbrady@bcsc.bc.ca)

Kevin Fine  
Director, Derivatives Branch  
Ontario Securities Commission  
416-593-8109  
[kfine@osc.gov.on.ca](mailto:kfine@osc.gov.on.ca)

Debra MacIntyre  
Senior Legal Counsel, Market Regulation  
Alberta Securities Commission  
403-297-2134  
[debra.macintyre@asc.ca](mailto:debra.macintyre@asc.ca)

Doug Brown  
General Counsel and Director  
Manitoba Securities Commission  
204-945-0605  
[doug.brown@gov.mb.ca](mailto:doug.brown@gov.mb.ca)

Abel Lazarus  
Securities Analyst  
Nova Scotia Securities Commission  
902-424-6859  
[lazaruah@gov.ns.ca](mailto:lazaruah@gov.ns.ca)

Susan Powell  
Senior Legal Counsel  
New Brunswick Securities Commission  
506-643-7697  
[susan.powell@nbsc-cvmnb.ca](mailto:susan.powell@nbsc-cvmnb.ca)

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

### 1. Introduction

In September 2009, the G20 called for the improvement of the global financial markets and its members committed themselves to reforming financial markets and their oversight by the end of 2012 ("G20 Commitments"). As discussed in *Consultation Paper 91-401 on Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada* ("Consultation Paper 91-401"),<sup>3</sup> much international co-operative work has been undertaken through groups such as the Financial Stability Board ("FSB"), the International Organization of Securities Commissions ("IOSCO"), the Committee on Payment and Settlement Systems ("CPSS") and the OTC Derivatives Regulators' Forum ("ODRF").<sup>4</sup>

This paper describes the Committee's proposals relating to CCP clearing of OTC derivatives. The paper starts by describing mandatory CCP clearing and approaches for determining the derivatives to which the mandatory CCP clearing obligation would apply. As well, the paper discusses issues of back loading pre-existing trades, timeframes for CCP clearing and the recognition of counterparties. The paper incorporates and requires compliance with CPSS-IOSCO's *Principles for Financial Market Infrastructures* (the "FMI Principles") particularly in the areas of governance, CCPs' fees, access, risk management and systems and technology. Finally, asset protection, trade reporting, regulatory cooperation over foreign based CCPs and infrastructure are highlighted. The Committee encourages market participants and the public to submit comment letters addressing specific questions as well as any other issue or question raised by this consultation paper.

### 2. Mandatory CCP Clearing

In 2009, the G20 leaders agreed that all standardized OTC derivatives should be centrally cleared by the end of 2012. In a CCP model, after a trade is executed, either directly between two counterparties or on an exchange or electronic trading platform, the CCP becomes the counterparty to each of the contract participants. Clearing OTC derivatives through a CCP will result in more effective management of counterparty credit risk, thus mitigating the effects if one of the counterparties does not fulfill its obligations. It is the G20's belief, one that is shared by many market regulators, that CCP clearing can contribute to the stability of our financial markets and reduce market risk. Many derivatives have and will continue to evolve from customized contracts traded in a purely OTC, bilateral market to standardized contracts that are centrally cleared and, perhaps, negotiated on an electronic trading platform.<sup>5</sup> Further incentives to centrally clear will also be created for prudentially regulated entities under the new Basel III regulatory capital framework. This process is not straightforward, however, and

<sup>3</sup> See <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-en.pdf>.

<sup>4</sup> Monitoring and coordinating the implementation of OTCD reforms are being carried out by the FSB, in co-operation with IOSCO and the Committee on Payment and Settlement Systems. See *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, October 2010 ("FSB Implementing Reforms") [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_101025.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101025.pdf) and *Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*, November 2011 [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_111104.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104.pdf).

<sup>5</sup> The Committee will be publishing a consultation paper on trading in the months to come.

### CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

competing market interests can affect this progression. Therefore, members of the G20, including the US and the European Union (EU),<sup>6</sup> have required or will require that standardized derivatives be centrally cleared through regulatory requirements.

In response to Consultation Paper 91-401, commenters supported mandatory CCP clearing of OTC derivatives that are eligible for CCP clearing, while expressing concerns with respect to which OTC derivatives contracts should be subject to this requirement.

The Canadian Bankers Association (“CBA”) “*endorses the CSA’s recommended approach to implement mandatory clearing of OTC derivatives that are determined to be appropriate for clearing and capable of being cleared.*”<sup>7</sup> The International Swaps and Derivatives Association (“ISDA”) “*strongly agree with the approach to implementing mandatory clearing of derivatives trades that are appropriate for clearing*”<sup>8</sup> but also recommend “*an extended period between a CCP being given permission to clear a product and clearing becoming mandatory on that product.*”

TMX Group concurred:

*We agree with the recommendations to implement a mandatory requirement for centralized clearing of OTC derivatives. The micro (or firm) level benefits of central clearing for OTC derivatives, including capital, collateral and operational efficiencies, and the macro (or systemic) level benefits, including systemic risk management, will greatly improve the resilience of the Canadian financial system and improve the overall efficiency of these markets.*<sup>9</sup>

Several commenters agreed that there are benefits to CCP clearing arrangements; however they felt that the additional burdens<sup>10</sup> of posting margin<sup>11</sup> could deter market participants from using derivatives for risk management purposes, particularly for life insurers, managed funds and commercial end users of derivatives.

The Mouvement Desjardins made the following comment regarding hedge accounting:

<sup>6</sup> Australia is proposing to set up legislation to mandate CCP clearing of OTC derivatives, but enact mandates through regulation only if necessary. In the March 2012 report by their council of regulators ([OTC Derivatives Market Reform Considerations](#)), Australia’s council of financial regulators stated that the capital incentives should be sufficient to encourage central clearing, but that they will monitor developments closely to see if mandates are necessary. Other countries such as Argentina have indicated that they do not feel their OTC derivatives markets are significant enough to warrant legislation.

<sup>7</sup> Canadian Bankers Association Comment Letter to the CSA, 2011. (“CBA Comment Letter”).

<sup>8</sup> ISDA comment letter to the CSA, January 14, 2011 (“ISDA Comment Letter”).

<sup>9</sup> TMX comment letter to the CSA. Toronto, Ontario, 24 January 24, 2011.

<sup>10</sup> In bilateral contracts between a financial institution (“FI”) and a non financial institution, the FI may extend credit without collateral arrangements to its client to cover initial margin. The cost associated with obtaining credit will be priced into the derivatives contract, but it may not be transparent to the client that there is a credit arrangement behind their trade. Mandated CCP clearing could result in increased collateral requirements, as the client will now be responsible for meeting initial and variation margin.

<sup>11</sup> Initial margin in a CCP clearing environment is typically posted in the form of cash or highly -liquid securities – a narrower range of collateral than that typically accepted in a bilateral clearing environment. This could be a significant issue for participants such as insurers and long-only asset managers who are accustomed to posting collateral in a broader range of securities.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

[Translation] *In addition, regulators should consider the accounting rules that reserve favourable treatment for customized risk management transactions. Mandatory clearing and standardization of OTC derivatives should not result in increased volatility in users' financial statements.*<sup>12</sup>

Despite the commenters' support of CCP clearing, a variety of valid concerns were expressed. These concerns will be addressed throughout the paper and the Committee will consider them when developing rule and exemption proposals for CSA consideration.<sup>13</sup>

To increase transparency and reduce systemic risk, market regulators and financial market infrastructures will implement requirements that will result in changes to some current practices, changes which may result in increased costs. On the other hand, it is conceivable that savings from netting at a CCP could decrease the margin costs.

### 2.1 Committee Recommendations

After reviewing comment letters that were submitted in response to Consultation Paper 91-401, the Committee proposes that Canadian market regulators take the necessary steps to make mandatory the CCP clearing of eligible OTC derivatives. The Committee also recommends that the CSA members adopt rules and procedures for:

- the determination of which OTC derivatives contracts are eligible to be centrally cleared and which of these should be subject to mandatory CCP clearing, including a description of the factors relevant to such a determination;
- the determination of which participants should be required to clear their OTC derivatives contracts;
- the recognition of CCPs; and
- the approval of CCP rules, procedures and policies in relation to the clearing of OTC derivatives contracts.

### 3. Derivatives subject to a Mandatory Clearing Requirement

The Committee believes that the benefits of centralized clearing, including the reduction of counterparty risk and increased regulatory transparency, justify to the extent practical mandatory CCP clearing of the broadest array of OTC derivatives. However, it is evident that some OTC derivatives will continue to be customized, and thus non-standardized, to allow for an effective hedge of a market participant's risks. These derivatives, by their nature, will be so illiquid that to impose a CCP clearing obligation for them would result in either the CCP being subject to unacceptable risk or require the CCP to impose substantial margin requirements, which in turn will cause the transaction to be prohibitively expensive to the counterparties

<sup>12</sup> Le Mouvement des caisses Desjardins comment letter 13 January 2011 ("Desjardins Comment Letter").

<sup>13</sup> See Section 6 *Exemptions from Central Clearing*.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

involved. In either case, inefficiencies in the market will result, as a mandate to centrally clear highly customized derivatives would effectively ban their use. A process must therefore be developed to determine which products should be subject to a mandatory CCP clearing obligation.

The Committee is proposing a combination of two approaches: the bottom-up approach, which refers to a process through which OTC derivatives contracts that a CCP clears or proposes to clear are made subject to a mandatory CCP clearing requirement by a market regulator; and the top-down approach, which is the process by which a market regulator has the power to identify OTC derivatives contracts for which mandatory CCP clearing is desirable, irrespective of whether a CCP clears or proposes to clear such contracts. The bottom-up and top-down approaches are discussed in more detail in sections 3.1 and 3.2 below.

One of the key elements of the bottom-up approach is that a market regulator will receive applications for all OTC derivatives contracts that a recognized CCP clears or proposes to clear and will then assess whether a mandatory clearing obligation is suitable for such contracts.<sup>14</sup> In assessing whether an OTC derivatives contract is subject to a mandatory clearing obligation, a market regulator will consider, among other things, whether:

- the contract is or can be sufficiently standardized to be cleared through a CCP,
- the underlying instruments or markets for the underlying instruments provide adequate pricing information,
- there is sufficient liquidity in the contract, and
- the contract would bring undue risk into a CCP.

In determining whether the implementation of a mandatory clearing requirement is appropriate, market regulators will also weigh the risk to the financial system if the OTC derivatives contract continued to be cleared and settled bilaterally against the risk that it would bring into the CCP if the derivatives contract were to be centrally cleared. For example, there may be a derivatives contract for which a CCP cannot manage the risk and is therefore not suitable for a mandatory clearing obligation. Market regulators should endeavour to achieve a net reduction of risk to the entire financial system.

### 1. *Standardization*

In its report, *FSB Implementing Reforms*, the FSB recommended that authorities develop incentives for market participants to use standardized OTC derivatives.

<sup>14</sup> As further noted below, this assessment is distinct from the rule adoption procedures for clearing new derivatives products on a CCP. Should the assessment not determine that the submitted derivative should be subject to mandatory clearing, the CCP will nonetheless be able to continue to offer the derivative for clearing on a voluntary basis, subject to the separate rule-adoption procedures.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

*Standardization is a key condition for central clearing and trading on exchanges or electronic trading platforms, and also helps to facilitate greater market transparency. To promote the G-20's vision for greater use of these safer channels, authorities must ensure that appropriate incentives for market participants to use standardized products are in place. In particular, authorities should counter incentives that market participants may have to use nonstandardized products solely to avoid central clearing and trading requirements.<sup>15</sup>*

The Committee believes that several factors should be taken into consideration when determining the level of standardization of an OTC derivative contract. It is proposed that a product which uses standardized, widely-accepted and widely-used legal documentation, including standardized features and contractual terms should be reviewed to determine if it should be subject to mandatory clearing.

Consideration should also be given to the level of standardization of an OTC derivative contract's transaction process, i.e., whether the product supports straight-through processing, which is defined as the automation of the entire process from trade initiation to settlement (and often referred to as STP). STP reduces risk from the otherwise manually-intensive nature of post-trade processing and the potential for significant market disruptions in closing out positions following a member default.<sup>16</sup>

Other factors for consideration include:

- whether the contract is traded on an electronic trading platform, and
- whether conventions and standard industry practices are in place to address a contract's lifecycle events.

### *2. Adequate pricing information*

Transparency of transaction prices is required to support the risk management framework of the CCP. Historical pricing information, including pricing in all market conditions, is needed for determination of initial margin calculations. Current pricing information is important to allow the CCP to understand the changing risks related to a derivatives position as a result of market factors. Such information is also a necessary element of establishing variation margin requirements. Furthermore, a CCP should develop alternative pricing methods for instances where there is a disruption in standard pricing channels. Ultimately, the CCP should have access to sufficient data, the ability and the capacity to independently price such instruments.

<sup>15</sup> FSB Implementing Reforms, page 3.

<sup>16</sup> For a discussion of Canadian STP initiatives, see *CSA Discussion Paper 24-401 on Straight-through Processing and Request for Comments*, Supplement to the Bulletin concerning securities of the Autorité des marchés financiers, 2004-06-11 vol. 1, No. 19, June 11, 2004 (Discussion Paper 24-401); and *CSA Notice 24-301—Responses to Comments Received on Discussion Paper 24-401 on Straight-through Processing, Draft Regulation 24-101 respecting Post-trade Matching and Settlement, and Draft Policy Statement to Regulation 24-101 respecting Post-trade Matching and Settlement*, Supplement to the Bulletin concerning securities of the Autorité des marchés financiers, 2005-06-11 vol. 2, No. 6, February 11, 2005.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

### 3. Liquidity

To be centrally cleared, a derivative contract must have sufficient liquidity to allow the CCP to manage its risks in the case of a participant's default. Where a default occurs, sufficient liquidity would give the CCP flexibility to port the participant's positions to another participant, to offset its exposure to the non-defaulting counterparty by entering into a contract with a new offsetting counterparty, or to liquidate the positions.

In response to Consultation Paper 91-401, ISDA commented that the sufficient liquidity criterion should be applied conservatively and recommended certain parameters for determining liquidity in a product:

*[W]e consider that the "sufficient liquidity" requirement ought to be applied very conservatively. We repeat the importance of this, as a CCP must calculate net margin each day and price availability is required to do this. In addition, since this requirement applies for the whole life of the trade price availability must be guaranteed in all market conditions, including stressed markets.*

*Further study is necessary to determine if there is sufficient liquidity with respect to each derivative asset class. Certain parameters for liquidity for each product are a minimum number of market makers, frequency of trading (daily) and depth of market (daily trading must be in sizes that are not insignificant). Some products may meet these requirements, or not, depending on tenor.<sup>17</sup>*

### 4. Undue risk to the CCP

The CCP must have the expertise and operational capacity to manage efficiently all the risks associated with the products that it clears. The CCP must have the necessary ability, technology and resources to manage the volume and size of contracts related to each product that will be cleared. The CCP must be able to determine if a derivative would bring undue risk to the CCP and should therefore not be cleared.

In response to Consultation Paper 91-401, one of the issues raised was the approach market regulators should adopt when considering which OTC derivatives would be appropriate for clearing. Several responses cited criteria that are broadly similar to those outlined above and in the *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ("Dodd-Frank Act");<sup>18</sup> however some commenters raised additional factors to be considered. In its comment letter, the CBA supported the approach presented in Consultation Paper 91-401 but recommended a regulatory regime that is harmonized with international jurisdictions and one which includes consideration of the following additional factors:

<sup>17</sup> ISDA Comment Letter.

<sup>18</sup> Dodd-Frank Act, Section 723 (h)(2)(D).

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*Given that a large portion of derivatives activity by Canadian financial institutions (except equity linked) occurs with foreign counterparties, coupled with the need to harmonize the Canadian derivatives regulatory regime with international jurisdictions, the evaluation criteria used to identify OTC derivatives eligible for clearing should be broadly consistent with criteria applied, or proposed to be applied, under similar international legislation, including: (i) the reduction of systemic risk; (ii) the liquidity of contracts; (iii) the availability of pricing/valuation information; (iv) the ability of at least one central counterparty clearing house (a "CCP") to handle the volume of contracts; (v) the level of client protection provided by the CCP; and (vi) the clearing costs.<sup>19</sup>*

The Mouvement Desjardins also recommended that the determination of trades that should be subject to mandatory CCP clearing include a review of additional factors:

[Translation] *Desjardins agrees with the recommended option [...] Regulators should consider the following:*

- *market volume of the derivative;*
- *number of market participants for the derivative;*
- *size of market participants for the derivative;*
- *available liquidity of market participants for the derivative;*
- *factors affecting the derivative, such as daily margin calculation method, payment dates and maturity;*
- *complexity of the derivative.<sup>20</sup>*

### 3.1 Bottom-Up Approach

The Committee believes that market regulators should consider using a bottom-up approach where a CCP submits OTC products (or group, category, type or class of OTC products) that it already clears or proposes to clear to its market regulator(s) who would determine whether the products in question are eligible for central clearing and should be subject to mandatory clearing. This bottom-up approach would provide market regulators with information regarding contract design, the markets for the derivative and its underlying, price determination and risk makeup of the product, including any systemic risk it may pose.

In order to facilitate a market regulator's ability to assess effectively whether a product is eligible for central clearing and should be subject to a mandatory clearing obligation, it should

<sup>19</sup> CBA Comment Letter.

<sup>20</sup> Desjardins Comment Letter.

### CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

clearly set out the information that it expects to receive from a CCP under the bottom-up approach. A CCP's submission would include, among other things, a description of the primary attributes of the product; the type of trading that takes place in the product (such as on an electronic trading platform); details of the CCP's risk management framework; and the timeframe in which the CCP can begin clearing the product.

Further, when market regulators receive a CCP's submission, they should follow transparent and specific procedures for determining whether a mandatory clearing obligation should apply, which generally would include: gathering information about the product and the markets in which the product is traded and any restrictions to which the CCP may be subject; and consultation with stakeholders, including other regulatory authorities, to inform the assessment of the product, as appropriate.

The bottom-up determination process is distinct from the existing rule approval processes that exist currently for clearing agencies.<sup>21</sup> The U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") clarifies the different filing requirements:

*A clearing agency that plans to accept a security-based swap for clearing must file a Security-Based Swap Submission with the Commission for a determination by the Commission of whether a security-based swap, or a group, category, type or class of security-based swaps, is required to be cleared. As discussed in Section I, in cases where accepting a security-based swap (or group, category, type or class of security-based swaps) for clearing constitutes a change in a "stated policy, practice, or interpretation" of the clearing agency, the clearing agency also would be required to file a proposed rule change. In such cases, the Commission must determine (i) whether to approve the clearing agency's proposed rule change to clear the applicable security-based swap and (ii) whether the security-based swap would be subject to the mandatory clearing requirement.<sup>22</sup>*

In response to Consultation Paper 91-401, several commenters, including the Working Group of Commercial Energy Firms, suggested that the bottom-up approach is the most appropriate:

*The Working Group supports the Committee's recommendation that a central clearing requirement apply only to standardized derivatives contracts. A definition of a "standardized contract" likely always will be elusive. The best solution is for central counterparties . . . to identify potential contracts that might fall under the central clearing requirements and, upon application by the CCP, for regulators to determine whether such contract is appropriate for central clearing. Regulators*

<sup>21</sup> In Ontario, clearing agencies must submit rule changes to the OSC; in Quebec, clearinghouses can certify that rule modifications respect the *Derivatives Act* but such self-certification is subject to review at any time by the AMF.

<sup>22</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011 / Page 44464 et seq.  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*should provide notice and invite public comments as to whether a contract is appropriate for central clearing.*<sup>23</sup>

The U.S. Commodity Futures Trading Commission (“CFTC”) has finalized rules under the Dodd-Frank Act that set out criteria for the CFTC to determine which derivatives submitted to the CFTC by CCPs will be subject to mandatory clearing.

The CFTC will make its determination based on information submitted by the CCP, including assurances that the designated clearing organization (“DCO”) is eligible to accept a derivative; information regarding the existence of significant outstanding notional exposures, trading liquidity, and adequate pricing data; the existence of a rule framework and expertise at the DCO; information on the effect on the mitigation of systemic risk in clearing the derivative; the existence of legal certainty in the event of the insolvency of the relevant DCO or one or more of its clearing members; product specifications and participant eligibility standards; pricing sources, models and procedures; risk management procedures; rules and procedures; and any other information required by the Commission.<sup>24</sup>

The SEC has proposed guidance to CCPs in demonstrating compliance with the criteria set out in its proposed rules under the Dodd-Frank Act. The guidance includes information that should be provided by a CCP proposing to clear a swap or category of swaps:

*In describing the security-based swap, or any group, category, type or class of security-based swaps, that a clearing agency plans to accept for clearing, the clearing agency could include the relevant product specifications, including copies of any standardized legal documentation, generally accepted contract terms . . . standard practices for managing and communicating any life cycle events associated with the security-based swap and related adjustments, and the manner in which the information contained in the confirmation of the security-based swap trade is transmitted. The clearing agency also could discuss its financial and operational capacity to provide clearing services to all customers subject to the clearing requirements as applicable to the particular security-based swap. Finally, the clearing agency could include an analysis of the effect of a clearing requirement on the market for the group, category, type, or class of security-based swaps, both domestically and globally, including the potential effect on market liquidity, trading activity, use of security-based swaps by direct and indirect market participants and any potential market disruption or benefits. This analysis could include whether the members of the clearing agency are operationally and financially capable of absorbing clearing business (including indirect access market*

<sup>23</sup> Working Group of Commercial Energy Firms comment letter to the CSA, January 14, 2011.  
[http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com\\_20110114\\_91-401\\_mcindoe\\_d\\_menezes\\_m\\_sweenevr.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category9-Comments/com_20110114_91-401_mcindoe_d_menezes_m_sweenevr.pdf), p. 4.

<sup>24</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011 / Page 44464 et seq.  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

*participants) that may result from a determination that the ... swap is required to be cleared.*<sup>25</sup>

The European Securities and Markets Authority (ESMA) has also developed an approach for assessing the eligibility of OTC derivatives for clearing.<sup>26</sup> At this time ESMA is developing technical standards that will affect all OTC derivatives entered into by two financial parties, a financial counterparty and a non-financial counterparty and between two non-financial counterparties.<sup>27</sup>

Factors to be considered in determining whether a derivative should be subject to a mandatory clearing obligation include the market, the derivative, the CCP and the counterparties. This analysis will need to take into consideration characteristics that are specific to the Canadian market, such as the size and depth of liquidity or the homogeneity of market participants (where market participants' portfolios have very similar risk profiles). The bottom-up approach can be complemented by the top-down approach, described below.

### 3.2 Top-Down Approach

Under the top-down approach, market regulators conduct analysis of market data, particularly the information received from trade repositories, for the purpose of identifying derivatives or categories of derivatives that potentially should be subject to an obligation to be centrally cleared. Canadian market regulators would also review the decisions by foreign regulators to mandate the clearing of particular derivatives or categories of derivatives.

If the review of this data leads Canadian market regulators to believe that an instrument is suitable for CCP clearing, we will conduct market analysis, including holding discussions with relevant CCPs, and then make a determination whether the derivative or category of derivatives is clearable and thus must be cleared on a recognized CCP, or that it does not meet the eligibility standard and will not be subject to mandatory clearing. The determination will take into account the factors mentioned above: standardization of the derivative, liquidity of the market, the availability of accurate pricing, the risk the derivative would bring to a CCP, and the costs to the market participants.

The CFTC has set out its draft process for reviewing derivatives that have not been accepted for clearing in new § 39:

*(1) The Commission, on an ongoing basis, will review swaps that have not been accepted for clearing by a derivatives clearing organization to make a determination as to whether the swaps should be required to be cleared. In*

<sup>25</sup> Federal Register / Vol. 75, No. 250 / Thursday, December 30, 2010 / Proposed Rules p. 82490 et seq. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2010-12-30/pdf/2010-32085.pdf>, p.82495.

<sup>26</sup> It has been proposed that once a CCP receives approval to clear a derivative, it would notify ESMA which would then have six months to determine if the relevant class of derivatives should be subject to a clearing obligation. ESMA must assess: reduction of systemic risk in the financial system; liquidity of contracts; availability of pricing information; ability of the CCP to handle the volume; and level of client protection provided by the CCP. There would be a public consultation.

<sup>27</sup> Council of the European Union, June 6, 2011 *Proposals for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivative transactions, central counterparties and trade repositories* ("COE June 6, 2011"), p. 31.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*undertaking such reviews, the Commission will use information obtained pursuant to Commission regulations from swap data repositories, swap dealers, and major swap participants, and any other available information. . . .*

*If no derivatives clearing organization has accepted for clearing a particular swap, group, category, type, or class of swaps that the Commission finds would otherwise be subject to a clearing requirement, the Commission will:*

*(i) Investigate the relevant facts and circumstances;*

*(ii) Within 30 days of the completion of its investigation, issue a public report containing the results of the investigation; and*

*(iii) Take such actions as the Commission determines to be necessary and in the public interest, which may include requiring the retaining of adequate margin or capital by parties to the swap, group, category, type, or class of swaps.<sup>28</sup>*

A CCP is in the best position to determine if a particular derivative, if cleared, would pose undue risk to the CCP or its members. The FSB notes

*“Authorities should determine which products should be subject to a mandatory clearing obligation; however, they should not require a particular CCP to clear any product that it cannot risk-manage effectively, and should not mandate CCP clearing in circumstances that are not consistent with the G-20 objectives.”<sup>29</sup>*

Market regulators may determine that a derivative is sufficiently standardized and meets the regulatory requirements for CCP clearing; however the determination to clear the derivative or not should be made by the CCP, based on its risk analysis (and not for anti-competitive reasons).

The top-down approach will ensure that market regulators develop and maintain an understanding of the derivatives being traded, the development of the market and the ongoing application of the G20 objectives. In addition it will provide market regulators an opportunity to initiate discussions related to clearing certain categories of derivatives where clearing would provide risk management or other benefits.

The Committee further recognizes that factors used to determine if a derivative can be cleared, such as market depth and liquidity, availability of efficient and accurate prices, and risk an OTC derivative contract brings to a CCP are always evolving and will change over time. Regulators will from time to time analyze these factors and use the top-down approach to determine if an OTC derivative contract is still suitable for mandatory clearing by a CCP. If the result of the analysis shows significant deterioration to the factors, rendering a derivative no longer suitable for CCP

<sup>28</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 143 / Tuesday, July 26, 2011 / Page 44464 et seq.

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-18663a.pdf> p.44474

<sup>29</sup> FSB Implementing Reforms, p. 4.

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

clearing, market regulators will publish the findings and request public comment before making a decision on whether to remove the mandatory clearing obligation for such a derivative.

**3.3 Committee Recommendations**

The Committee proposes that market regulators adopt rules for determining whether a derivative is eligible for CCP clearing which are based on international best practices, including those being developed by the US CFTC and ESMA. The Committee believes that a coordinated approach to determining which derivatives will be subject to mandatory clearing, using both bottom-up and top-down approaches, will provide clarity to the market, and will ensure consistent risk analysis.

Further, the Committee proposes that market regulators maintain a register of those derivatives which have been determined to be eligible for central clearing and subject to mandatory CCP clearing. This registry should be publicly available on Committee members' web sites.

The Committee proposes that market regulators adopt regulations that require CCPs to submit all derivatives or categories of derivatives for regulatory review and a possible determination that the derivative or category of derivatives must be cleared by all market participants who are not exempt from the mandatory clearing requirement. The Committee proposes that regulations should set out the processes which will be followed and the criteria that will be evaluated to make such determinations. The Committee also believes that the evaluation process should include a public comment period.

The Committee believes that a sixty day public comment period, consistent with that proposed by U.S. regulators, is sufficient time for interested participants to provide input. The Committee proposes that this comment period would be part of a prescribed regulatory review period to ensure that decisions made in relation to clearing are made within a reasonable timeframe. It is recommended that a communication protocol be established among CSA members to harmonize the review process.

For each approach, the Committee proposes to develop a clear process for publishing determinations which would include a sixty day public comment period and consultations with the CCPs that would clear the instrument. Should a CCP not accept a derivative for clearing that has been determined to be subject to mandatory clearing, the market regulator will conduct further analysis and publish a report of its findings. This analysis may lead to the determination of minimum capital or margin requirements for the derivative where bilaterally cleared, or other trading restrictions.

The Committee further proposes that the top-down approach be also used to determine if a derivative that is already subjected to mandatory clearing by a CCP continues to be suitable to be centrally cleared. Should such analysis support the removal of a derivative from mandatory clearing obligations, the regulators will publish the findings for public comment period before making the final evaluation and decision.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

Further, work will need to continue on the development of international standards for the determination of which derivatives should be subject to mandatory CCP clearing. It is worth noting that due to confidentiality laws in some jurisdictions it may be difficult or impossible to obtain information regarding a derivative or its underlying market, further complicating this process.

### 4. Back-loading of pre-existing transactions

Derivatives that are uncleared or cleared bilaterally and that pre-exist the enactment of a clearing obligation may benefit from the CCP clearing process. However, there is considerable complexity involved in requiring such transactions to be centrally cleared or “backloaded” into a CCP, including the renegotiation of contract provisions and the unwinding of collateral arrangements.

The EU has proposed that derivatives entered into after the coming into effect of a clearing mandate, or those derivatives that are entered into or novated after the adoption of regulations but before the coming into effect of a clearing mandate, be mandated to be cleared through a recognized CCP if their maturity is beyond a specified date to be determined by ESMA.

The Committee understands that a requirement to clear pre-existing trades would result in substantial costs for market participants without, in some situations, material benefit. This is particularly true in cases where the OTC derivative contract will be concluded in the near future. The Committee believes that the costs of back-loading must be weighed against the benefits to determine what is best for our markets.

#### 4.1 Committee Recommendations

The Committee proposes that participants be required to clear new OTC derivative transactions that have been determined to be subject to a CCP clearing obligation. The backloading of pre-existing trades should be done on a voluntary basis. However, when pre-existing trades in derivatives that are subject to a clearing obligation are novated or assigned (effectively becoming new trades ) they will be subject to the clearing obligation. As sufficient data become available in trade repositories and from other sources, the Committee proposes that market regulators review the data to determine whether additional back-loading obligations are appropriate.

#### 4.2 Request for Comment

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

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

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

**5. Clearing Timeframes**

The prompt reporting of derivatives transactions to a CCP by counterparties to the transaction and the prompt review and acceptance or rejection of the transaction for clearing by the CCP are key elements in managing risk. This will reduce the chance that market risk results in undue losses if a significant change in value or other market event occurs before clearing.

The CFTC proposes:

*As previously proposed, §39.12(b)(7)(ii) required DCOs to accept immediately upon execution all transactions executed on a [Designated Contract Market] or [Swap Execution Facility]. A number of DCOs and other commenters expressed concern that this requirement could expose DCOs to unwarranted risk because DCOs need to be able to screen trades for compliance with applicable clearinghouse rules related to product and credit filters. The Commission recognizes that while immediate acceptance for clearing upon execution currently occurs in some futures markets, it might not be feasible for all cleared markets at this time. For example, where the same cleared product is traded on multiple execution venues, a DCO needs to be able to aggregate the risk of trades coming in to ensure that a clearing member or customer has not exceeded its credit limits. Accordingly, the Commission is proposing to modify § 39.12(b)(7)(ii) to permit DCOs to screen trades against applicable product and credit criteria before accepting or rejecting them. Consistent with principles of open access, the proposal would require that such criteria be non-discriminatory with respect to trading venues and clearing participants. The Commission continues to believe that acceptance or rejection for clearing in close to real time is crucial both for effective risk management and for the efficient operation of trading venues. Rather than prescribe a specific length of time, the Commission is proposing as a standard that action be taken “as quickly as would be technologically practicable if fully automated systems were used.” The Commission anticipates that this standard would require action in a matter of milliseconds or seconds or, at most, a few minutes, not hours or days.<sup>30</sup>*

**5.1 Committee Recommendations**

The Committee believes that Canadian counterparties should be required to submit their trades that are subject to a clearing obligation to a recognized CCP as soon as possible, in any case no later than the close of business on the day of execution. The Committee also believes that CCPs

<sup>30</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 147 / Monday, August 1, 2011 / Proposed Rules, pp. 45732-3  
<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-19365a.pdf> p.45732-3

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

should be required to review each submitted transaction to ensure that it complies with CCP rules and does not represent an inappropriate risk to the CCP as quickly as possible. Communication of the CCP's acceptance or rejection of the transaction for clearing should be provided immediately after the CCP's review has been completed, and before the end of the CCP's business day.

For derivatives that are cleared voluntarily – that is, for OTC derivatives trades not executed on an approved trading venue and not subject to the mandatory clearing, the Committee recommends that if such transactions are submitted to a CCP promptly, which would be no later than the close of business on the day of execution, the CCP would be subject to the same requirement to accept or reject the transaction by the end of the CCP's business day.

If a derivative that is subject to a clearing obligation is traded on a recognized trading venue, the counterparties (or the trading venue acting on behalf of the counterparties) must submit the trade as soon as possible. This process would preferably be fully automated, with integration between the trading venues and the CCPs' systems.

### 5.2 Request for Comment

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

## 6. Exemptions from CCP clearing

Although most derivatives transactions will be mandated to be cleared on a CCP, some transactions involving categories of participants will be exempt from the requirement.

### 6.1 End-users

The Committee proposes an exemption for certain end-users in CSA Consultation Paper 91-405 - *Derivatives: End-user Exemption*,<sup>31</sup> published on April 13, 2012. This consultation outlined the proposed exemption and invited comments on a number of issues relating to such an exemption.

### 6.2 Intra-group transactions

The EU has proposed to exempt intra-group transactions from their clearing obligation.<sup>32</sup> Intra-group transactions are defined in the proposal,<sup>33</sup> and are essentially transactions between two related, affiliated or associated entities which, in the case of financial institutions, are included

<sup>31</sup> See <http://www.lautorite.gc.ca/files/pdf/consultations/derives/2012avril13-91-405-cons-en.pdf>.

<sup>32</sup> COE June 6, 2011, Art. 3(a).

<sup>33</sup> Ibid, Art 2(a).

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

in the same consolidated financial statements on a fully consolidated basis and the counterparties are subject to the same risk evaluation, measurement and control procedures.<sup>34</sup>

Commenters in the U.S. have argued in favour of an exemption for such transactions. They explain that intra-group transactions as a class of swaps generally serve to consolidate risk into a single book or portfolio. Mandating the clearing of such transactions, they assert, would only serve to multiply the number of cleared transactions without resulting in any reduction in CCP risks. In a comment letter to the SEC and the CFTC, JP Morgan asserted that because of the risk mutualization feature inherent in CCPs the introduction of additional and in effect unnecessary swap transactions to the clearinghouse would result in increased systemic risk not the contrary.<sup>35</sup> Moreover, ISDA has argued that the resulting increased margin requirements would result in an unnecessary consumption of group liquidity.<sup>36</sup> Thus, if the counterparties are controlled by the same entity and the positions essentially net each other out, from an accounting perspective there may be no additional implicit risk in such transactions.

### 6.3 Request for Comment

The Committee believes that an exemption from a requirement to clear intra-group transactions should be considered in the context of two situations: (i) where the transaction occurs between two related entities that have access to the same capital within one of the entities or a parent; and (ii) where the transaction occurs between two related entities that are separately capitalized such that the transaction will result in a change in the risk exposure that either entity has to third-parties.

The Committee is concerned that a broad exemption from the CCP clearing obligation for intra-group transactions will result in a situation where some intra-group transactions could result in increased risk to the market or to a third-party and, as a result does not propose to provide a broad exemption for intra-group transactions.

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

## 7. Recognition of Central Counterparties

Due to the importance of CCPs in the fulfillment of Canada's G20 commitments, the Committee recommends that CCPs be recognized in order to operate within Canada.<sup>37</sup> Recognition by a Canadian market regulator will be mandatory where a CCP carries on business or otherwise

<sup>34</sup> The EU also addresses the requirements for exempting counterparties who are part of the same "Institutional Protection Schemes" in *Ibid*, Section 2a.

<sup>35</sup> See comment letter to CFTC and SEC from J.P. Morgan, June 3, 2011.

<sup>36</sup> See comment letter to CFTC from ISDA, December 22, 2010, p.9.

<sup>37</sup> Currently, only Alberta, Quebec and Ontario require the recognition, or exemption from recognition, of CCPs (in Quebec, a "clearing house", in Ontario and Alberta, a "clearing agency"). Other jurisdictions have proposed or will propose legislative amendments to require recognition of a CCP.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

offers clearing services to a person carrying on business or resident in that regulator's jurisdiction. This is not limited to the CCP's physical presence; a CCP located in one Canadian province or in a foreign country can carry on business in other jurisdictions of Canada where it offers services to persons residing in a jurisdiction or registered to carry on business in that jurisdiction. Some market regulators may provide exemptions from recognition, with conditions and subject to a determination that the CCP is adequately regulated by its home regulator and other factors.

In order to be recognized, a CCP would be required to demonstrate that it complies with the FMI Principles<sup>38</sup> and specified criteria related to governance, fees, access, rules, due process, risk management, systems and technology, financial viability and reporting, operational reliability, protection of assets, outsourcing, information sharing and regulatory co-operation.<sup>39</sup>

### 7.1 Committee Recommendations

The Committee proposes that market regulators provide for the recognition and regulation of CCPs. The Committee proposes that market regulators should have the ability to apply terms and conditions to the recognition or exemption from recognition of a CCP, approve or reject the CCP's rules and procedures, apply terms and conditions to such rules, including its risk management model, receive and review regular CCP filings including the CCP's financial statements, and conduct regular and ad hoc inspections.

## 8. CPSS – IOSCO

In 2001, the Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) published *Core Principles for Systemically Important Payment Systems*.<sup>40</sup> In November 2004, CPSS and the IOSCO Technical Committee jointly published *Recommendations for Central Counterparties* (the "RCCP").<sup>41</sup> These papers became the global standards for CCP structure and oversight. In January 2010, a review of these standards was commenced, resulting in the publication for comment in March 2011 of a consultative report and the publication of the final FMI Principles in April 2012.

The FMI Principles describe the risks faced by financial market infrastructures ("FMIs") including CCPs. The FMI Principles are intended as broad but flexible guidance for addressing risks and efficiency. Some principles provide minimum requirements, others are proposed as best practices, while some "reference an important, common theme."<sup>42</sup>

<sup>38</sup> See section 8 *CPSS-IOSCO*.

<sup>39</sup> See Ontario Securities Commission Staff Notice 24-702 Regulatory Approach To Recognition and Exemption From Recognition of Clearing Agencies p. (2010) 33 OSCB 2325

[http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn\\_20100319\\_24-702\\_clearing-agencies.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/sn_20100319_24-702_clearing-agencies.pdf).

<sup>40</sup> See <http://www.bis.org/publ/cpss43.pdf>.

<sup>41</sup> See <http://www.bis.org/publ/cpss61.pdf>.

<sup>42</sup> FMI Principles, p. 12.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

Compared to the current standards, the FMI principles introduce a number of provisions on issues that were not addressed by the previous standards. For example, new principles have been introduced on segregation and portability, tiered participation and general business risk.

The Committee proposes to incorporate the FMI Principles when developing requirements applicable to CCPs recognized in Canada. Further analysis may be required where particularities of the Canadian market, such as transaction volumes, depth of liquidity or limited counterparties, may necessitate a more conservative or restrictive approach.

### 8.1 Governance

A CCP must ensure that its governance structure addresses any conflicts of interest, access standards, risk management, ownership concentration, management compensation, board representation and transparency while also providing reasonable representation of the public interest and the interests of key stakeholders. The FMI Principles state that:

*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.*<sup>43</sup>

CFTC draft rules require specific governance constructs, limit ownership to no more than 20% of a Designated Clearing Organization (“DCO”) by an “enumerated entity”<sup>44</sup> (see Dodd-Frank Act s. 726(a)), require 35% independent representation on the board of directors (and no fewer than two independent members), and require that remuneration of board members not be linked to the performance of the CCP. The board is required, annually, to review its performance. As well, the Board should be able to remove a board member if his or her actions could be prejudicial to the board. Where CFTC rules require sufficient expertise in financial services, risk management and clearing services, EU proposed rules<sup>45</sup> also require that a board member be “of sufficiently good repute and experience”.

In Canada, *Regulation 52-110 respecting Audit Committees* (“Regulation 52-110”) defines independence of directors to mean absence of any direct or indirect material relationship between a director and the issuer. A “material relationship” is a relationship which could, in the view of the issuer’s board of directors, be reasonably expected to interfere with the exercise of a member’s independent judgement. However, certain individuals are considered to have a material relationship with an issuer, such as an individual who is, or has been within the last three years, an employee or executive officer of the issuer.<sup>46</sup>

<sup>43</sup> *Ibid.* p. 26.

<sup>44</sup> The “enumerated entities” include: (i) bank holding companies with over \$50,000,000,000 in total consolidated assets; (ii) a nonbank financial company supervised by the Board of Governors of the Federal Reserve System; (iii) an affiliate of (i) or (ii); (iv) a swap dealer; (v) a major swap participant; or (vi) an associated person of (iv) or (v).

<sup>45</sup> COE June 6, 2011, Art. 25.

<sup>46</sup> See [http://www.msc.gov.mb.ca/legal\\_docs/legislation/notices/4\\_52\\_110\\_prop.pdf](http://www.msc.gov.mb.ca/legal_docs/legislation/notices/4_52_110_prop.pdf).

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

The Committee also believes that there may be situations where a CCP's directors must be independent from parties that have a material ownership interest in the CCP, particularly where the owners are industry participants.

### 8.2 Committee Recommendations

The Committee believes that CCPs must adopt corporate governance policies to ensure that an appropriate proportion of board members reflects its diverse stakeholders, including clearing members and persons clearing trades indirectly through clearing members. These independent board members should be:

- independent of the management of the CCP;
- independent of persons that have material ownership of the CCP, particularly in situations where owners of the CCP include financial institutions or other market intermediaries; and
- independent of the clearing members of the CCP.

To ensure independence from CCP management, the Committee believes that flexible language, similar to the meaning of independence in Regulation 52-110, *mutatis mutandis*, should be included in regulations that set out the test for independence of directors of a CCP. This would be consistent with the FMI Principles which state that the “board should contain suitable members with the appropriate skills and incentives to fulfil its multiple roles. This typically requires the inclusion of non-executive board member(s).”<sup>47</sup> The Committee agrees that non-executive members are necessary for the governance of a CCP.

The Committee believes that the board of a recognized CCP should consider, in its decision-making, the interests of other relevant stakeholders from different jurisdictions that it serves. This may be achieved by appropriate representation of Canadian users of the CCP on the board of directors or by having processes that require due consideration of unique circumstances/interests of users from different jurisdictions. An appropriate number or percentage of directors should represent Canadian market participants where possible.

### 8.3 Request for Comment

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

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

---

<sup>47</sup> FMI Principles, p. 26.

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing****8.4 Board Committees**

Committees are a fundamental component of a CCP's governance structure. Through committees, clearing members and other relevant stakeholders of a CCP can influence the CCP's functions such as decisions that affect the risks taken on and managed by the CCP, margins, membership access, and executive remuneration. Committees also serve to mitigate any conflicts of interest, allowing for heterogeneous representation.

**8.5 Committee Recommendation**

The Committee proposes that regulations require that CCPs provide details regarding the structure and mandate of board committees as part of the recognition process. Committees could include: finance and audit; risk management; compensation or human resources, or other committees where appropriate, such as in relation to governance, product approval, information systems and strategic planning.

In addition to the committee structure and the oversight of the board of directors, a CCP will need to develop and implement procedures regarding the mitigation of conflicts of interest, fair and equitable access to the CCP, the confidentiality of information to which employees and directors have access, as well as the disclosure to regulators and to the public of information regarding governance, including decisions taken that have denied access to the CCP or rejected the clearing of a derivative.

**8.6 Advisory Committees**

Advisory committees provide an opportunity for persons or entities that are not members of a CCP's board of directors to have meaningful input into the operations of a CCP. An advisory committee will allow key stakeholders to represent additional interests and provide specialized expertise, particularly in relation to operational issues that may have a substantial impact on members and other users of a CCP.

**8.7 Committee Recommendations**

The Committee proposes that CCPs operating in Canada should establish advisory committees to allow Canadian direct and indirect participants of a CCP and other stakeholders to provide input into operational decisions, as appropriate. Such committees should have a transparent mandate which outlines the rights and obligations of the committee and thus provide Canadian users with a way of providing meaningful input into operational decisions made by a CCP that could materially impact those users.

The Committee believes that such advisory committees should have members representing a broad range of interests including CCP members, end-users and other relevant stakeholders, as appropriate.

**8.8 Fees**

The FMI Principles propose that fees be disclosed publicly, both by a CCP and its clearing members. It requires the disclosure of prices and fees of each service and function provided

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

separately. The FMI Principles state that an “FMI should publicly disclose its fees at the level of individual services it offers, as well as its policies on any available discounts. The FMI should provide clear descriptions of priced services for comparability purposes.”<sup>48</sup>

The CFTC has proposed that CCPs shall be “required to make available to market participants information concerning . . . each clearing and other fee charged to members.”<sup>49</sup>

EU proposed regulations would also require that:

*A CCP and its clearing members shall publicly disclose the prices and fees associated with the services provided. They shall disclose the prices and fees of each service and function provided separately, including discounts and rebates and the conditions to benefit from those reductions. A CCP shall allow its clearing members and, where relevant, their clients, separate access to the specific services provided. A CCP shall account separately for costs and revenues of the services provided and shall disclose that information to the competent authority.*<sup>50</sup>

The disclosure of all fees (including direct costs that will be incurred by users of a CCP) ensures that fair and equitable access is afforded to all participants, and CCP users understand the business model of the CCP.

### 8.9 Committee Recommendations

The Committee recommends that a CCP’s fees must be disclosed to clearing members, their customers and regulators as well as to the public, as described in the FMI Principles.

### 8.10 Participant Access

Without limiting the ability and responsibility of a CCP to develop robust access requirements to ensure that a clearing member does not bring undue risk to the CCP and is able to fulfill its obligations both to the CCP and its customers, a CCP must not impose access restrictions for non-competitive ends. In this respect the CFTC’s Core Principle C:

*. . . mandates that participation requirements must “permit fair and open access.” It also mandates that clearing members must have “sufficient financial resources and operational capacity to meet obligations arising from participation in the derivatives clearing organization.”*

*. . . Proposed § 39.12 is designed to ensure that participation requirements do not unreasonably restrict any entity from becoming a clearing member while, at the same time, limiting risk to the DCO and its clearing members. The Commission*

<sup>48</sup> FMI Principles p. 121.

<sup>49</sup> Federal Register/Vol. 75, No. 240/ Wednesday, Dec. 15, 2010/Proposed Rules p. 78192.

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-31131a.pdf>

<sup>50</sup> COE June 6, 2011, Art. 36.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*believes that more widespread participation could reduce the concentration of clearing member portfolios and diversify risk. It could also increase competition by allowing more entities to become clearing members. . . . Proposed § 39.12(a)(1)(iii) would prohibit participation requirements that have the effect of excluding or limiting clearing membership of certain types of market participants unless the DCO can demonstrate that the restriction is necessary to address credit risk or deficiencies in the participants' operational capabilities that would prevent them from fulfilling their obligations as clearing members.<sup>51</sup>*

The CFTC has set out other concerns regarding impediments to indirect access to the CCP in commentary to the proposed rulemaking, noting:

*Some clearinghouses have indicated that they intend to require that, for a transaction to be eligible for clearing, one of the executing parties must be a clearing member. This has the effect of preventing trades between two parties who are not clearing members from being cleared. Such a restriction of open access serves no apparent risk management purpose and operates to keep certain trades out of the clearing process and to constrain liquidity for cleared trades.<sup>52</sup>*

The SEC has proposed rule 17Ad-22(b)(5), which would prohibit membership restrictions based on dealer status.<sup>53</sup>

*As a way to promote greater access to clearing, the SEC is proposing to prohibit denial of CCP membership based on whether a person offers OTC derivative dealer services. Through this rule the SEC is attempting to ensure access to client clearing (correspondent clearing) firms who are non-dealers and could be discriminated against through a CCP's access criteria. For example, a client clearing firm not offering dealer services might not have the certain operational capabilities and could have significantly less financial resources given the nature of their operations.<sup>54</sup>*

As well, the SEC proposes to prohibit access limitations based on minimum volume or transaction thresholds:

*The proposed rule would prohibit the establishment of minimum portfolio sizes or transaction volumes that by themselves would act as barriers to participation by*

<sup>51</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 216 / Tuesday, November 8, 2011 <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-27536a.pdf>.

<sup>52</sup> Section § 39 (b)(4) " would prohibit a DCO from requiring one of the original executing parties to be a clearing member in order for a contract, agreement, or transaction to be eligible for clearing." This provision was adopted on November 8, 2011. Federal Register / Vol. 76, No. 216 / Tuesday, November 8, 2011, p. 69360.

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-27536a.pdf>.

<sup>53</sup> This proposal is not universally supported. Concerns have been expressed regarding non-dealers' ability to fully participate in a default auction, for example.

<sup>54</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 51 / Wednesday, March 16, 2011 / Proposed Rules <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-20337a.pdf>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*new participants in clearing. This speaks to the relevant size of market participants and whether or not the membership criteria should reflect the amount of risk they bring to the CCP instead of establishing large arbitrary values such as minimum volume and transaction thresholds.<sup>55</sup>*

The SEC further proposes that access should not be denied based on minimum net capital requirements of \$50 million or more:

*The SEC proposed rule limits the ability for CCPs clearing OTC derivatives to deny membership access to participants with 50 million or more in net capital. Under the proposed rule, a CCP wishing to raise the net capital above 50 million minimum would have to demonstrate to the commission through a rule filing or in its application, that any other measures would be unable to effectively mitigate the risks to the CCP.<sup>56</sup>*

The FMI Principles acknowledge the importance of risk-based and equitable access requirements:

*An FMI should have objective, risk-based, and publicly disclosed criteria for participation, which permit fair and open access.<sup>57</sup>*

These proposals underscore the concerns regulators have regarding CCP access and governance, and the Committee shares such concerns. The Committee feels, however, that prescriptive rules that limit a CCP's ability to determine access rules and thresholds that are appropriate within its risk management policy can serve to increase rather than reduce systemic risk.

Market regulator approval of CCP access policies and ongoing monitoring of compliance therewith can reduce the risk that a CCP is unduly limiting access.

### 8.11 Committee Recommendation

The Committee proposes that regulations include an obligation for a CCP to develop and comply with published access rules that are objective, risk-based and justified in terms of the safety and efficiency of the CCP and the market it serves. The access policy should consider a potential clearing member's ability to meet its financial and operational responsibilities arising from its participation in the central counterparty but should not unduly discriminate against certain classes of participants or introduce competitive distortions. These policies will be subject to regulatory approval during the recognition or approval process of a CCP and ongoing review by market regulators.

In addition, CCPs will be required to maintain records of all applications for access including records relating to each grant of access and denial of access.

---

<sup>55</sup> *Ibid.*

<sup>56</sup> *Ibid.*

<sup>57</sup> FMI Principles, p. 101.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

**8.12 Open Access to Trading Platforms**

A vertical silo structure, where a trading venue feeds directly into the CCP, may force market participants who wish to transact and clear a particular derivative to use the captive trading venue. Open access to the CCP from multiple trading venues could remove this potential monopoly.

In this regard, the EU proposes the following:

*A CCP that has been authorized to clear [OTC] derivative contracts shall accept clearing such contracts on a non-discriminatory and transparent basis, regardless of the venue of execution. Without prejudice to Article 32a, a CCP may require that those venues of execution comply with the operational and technical requirements established by the CCP. . . . A venue of execution shall provide trade feeds on a non-discriminatory and transparent basis to any CCP that has been authorised to clear [OTC] derivative contracts traded on the venue of execution upon request by the CCP.<sup>58</sup>*

Some commenters in Europe have suggested that the ability of a CCP to require compliance with their technical requirements “could allow exchanges to monopolise trading of derivatives by restricting access to the clearing houses they operate.”<sup>59</sup>

The CFTC states:

*Proposed §39.12(b)(7)(i) would establish general standards for the adoption of rules that establish a time frame for clearing. The DCO would have to coordinate with each [Swap Execution Facility] and [Designated Contract Market] that lists for trading a product that is cleared by the DCO, in developing rules and procedures to facilitate prompt and efficient processing of all contracts, agreements, and transactions submitted to the DCO for clearing. For prompt and efficient clearing to occur, the rules, procedures, and operational systems of the trading platform and the clearinghouse must mesh. Vertically integrated trading and clearing systems currently process high volumes of transactions quickly and efficiently. The Commission believes that trading platforms and DCOs under separate control should be able to coordinate with one another to achieve similar results. The Commission also recognizes that there may be issues of connectivity between and among trading platforms and clearinghouses.<sup>60</sup>*

As the markets evolve to comply with clearing and trading obligations, models may develop that differ considerably from the traditional vertical silo. For the present, the development of trading venues and their relationships with CCPs remains speculative.

<sup>58</sup> COE June 6, 2011, Art. 8.

<sup>59</sup> Price, Michelle. "Fresh clash looms over new OTC rules." *Financial News*, November 29, 2010.

<sup>60</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 47 / Thursday, March 10, 2011 / Proposed Rules 13105

<http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

### 8.13 Committee Recommendations

The Committee proposes that regulations be adopted that require CCPs develop access policies that facilitate fair and open access and which do not unreasonably prohibit or limit access to its services regardless of how the derivatives transaction is executed. The access requirements established by a CCP or services offered by a CCP should not create a competitive advantage for any trading facility.

### 8.14 Request for Comment

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

### 8.15 CCP Rules

As a regulated entity, a CCP's rules,<sup>61</sup> operating procedures and by-laws (collectively, rules) should be subject to regulatory review and approval. It is through its rules that a CCP builds its clearing framework. Rules govern how the CCP staff and management perform their duties, how the CCP's governance structure operates and how clearing members and their customers fulfil their obligations.

The Dodd-Frank Act states:

*A designated financial market utility shall provide 60 days advance notice to its Supervisory Agency of any proposed change to its rules, procedures, or operations that could, as defined in rules of each Supervisory Agency, materially affect, the nature or level of risks presented by the designated financial market utility.*<sup>62</sup>

The FMI Principles explain:

*An FMI should adopt clear and comprehensive rules and procedures that are fully disclosed to participants and relevant rules and key procedures should be publicly disclosed. An FMI's rules and procedures are typically the foundation of the FMI and provide the basis for participants' understanding of the risks they incur by participating in the FMI. As such, these rules and procedures should include clear descriptions of the system's design and operations, as well as the rights, obligations, and risks participants incur by participating in the FMI. They should clearly outline the respective roles of participants and the FMI, as well as the procedures that will be followed in routine and non-routine circumstances. In particular, an FMI should have clear and comprehensive rules and procedures for addressing financial and operational problems within the system. An FMI should publicly disclose all relevant rules and key procedures, including key aspects of its participant-default rules and procedures (principle 13), so that all market*

<sup>61</sup> This may consist of participant obligations and rights.

<sup>62</sup> See Dodd-Frank, § 806(e)(1).

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

*participants and relevant authorities can quickly assess potential risks in periods of market stress.*<sup>63</sup>

CCPs should have comprehensive and transparent policies outlining their operations that relate to clearing and risk management. It is expected that these policies would identify risks related to the operation of the CCP and describe how the CCP proposes to manage such risks both during the ordinary course of business and in stress situations.

It is important that, in the event of a crisis, trades or positions cleared by the CCP not revert to bilateral exposures without prior consent of market regulators and non-defaulting participants. The use of emergency powers should be restrictive and should not allow the CCP to void or refuse to perform previously cleared contracts on the grounds that market events or industry protocols have made the managing of associated risk exposures difficult for the CCP. A CCP's policies and procedures should clearly specify the scope of such emergency powers and under what circumstances they would be exercised.<sup>64</sup>

CCP rules should also cover the obligations of its clearing members to maintain sufficient capital, specify margin requirements and how margin is to be managed operationally and ensure that clearing members' operational capacity and capability is sufficient to meet customer and CCP needs. The CFTC requires in rule §39.12(a)(3) that:

*a DCO establish participation requirements that ensure that clearing members have adequate operational capacity to meet obligations arising from participation in the DCO. The requirements would have to include, at a minimum, the ability to process expected volumes and values of transactions cleared by the clearing member within required time frames, including at peak times and on peak days; the ability to fulfill collateral, payment, and delivery obligations imposed by the DCO; and the ability to participate in default management activities under the rules of the DCO . . .*<sup>65</sup>

A CCP's rules provide a legal, predictable framework for the operations of the CCP, the obligations of its members and the adjudication of disputes, the orderly treatment of a default and, in the extreme, the orderly winding-down of its operations. For the rules to have merit, they must be enforced by the CCP, which should have the authority to sanction or otherwise discipline its members and maintain resources to monitor and apply the rules.

**8.16 Committee Recommendations**

The rules and procedures of a CCP, including its default procedures, must be clear and comprehensive. Market regulators, clearing members and other market participants must have certainty that such rules will be followed during a period of market stress. Accordingly, a CCP's

<sup>63</sup> FMI Principles, page 122.

<sup>64</sup> Forthcoming CPSS-IOSCO work will focus specifically on the resolution of FMIs.

<sup>65</sup> Federal Register Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011/Proposed Rules, p. 3701 et seq. <http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/ProposedRules/2011-690>.

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

rules should clearly define and limit the range of circumstances in which the CCP has the ability to invoke emergency powers so that participants understand and manage the risk associated with their participation in the CCP as well as their contingent liabilities. CCPs should ensure compliance with published default procedures in all situations except as directed by regulators in accordance with protocols accepted by all regulators of the CCP.

Although it should be each clearing member's responsibility to ensure that it complies with the rules of a CCP, the Committee believes the CCP should have processes in place to monitor compliance and deal with situations where a member does not or cannot comply. These processes should include a mechanism for appeal from the decisions of the CCP, where appropriate.

The Committee further recommends that a CCP must put in place a process for the adoption of rule modifications. This process must be in accordance with the legislation under which it operates, including any requirements for obtaining regulatory approval from all applicable regulators, as well as appropriate board and clearing member approvals.

**9. Risk management**

Risk management is at the core of the CCP's operations. Every aspect of its business must take into account risk management and risk mitigation. The FMI Principles set out the major sources of risk to a CCP: systemic risk, legal risk, credit and counterparty risk, liquidity risk, and general business and operational risk. A CCP should establish and ensure compliance with decision-making processes for its board of directors, committees and management. A CCP should recognize that its actions could have adverse economic circumstances for participants and for the broader markets and that conflicts of interest among CCP owners, operators, participants and the broader market may arise, and must be considered, when making such decisions. In general, the CCP should be following the policies and procedures described in their published documents; however CCPs may be required to depart from standard procedures, in extraordinary circumstances. In all such circumstances, the CCP must seek and comply with the directions of the CCP's regulators. The default rules and procedures of a CCP should be clear as to when the CCP can exercise its discretion to declare a clearing member in default.

In applying for recognition or exemption of a CCP, the Committee expects that a CCP will provide a detailed analysis of risks relating to its operations and a description of how they are mitigated. For example, CCPs must address the risk of default by one or more of its key clearing members and undertake appropriate stress testing of the adequacy of its total financial resources. The FMI Principles suggest that stress tests should involve the analysis of the impact of a concurrent default of a CCP's two largest participants and their affiliates if the CCP is

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

involved in activities with a more-complex risk profile or is systemically important in multiple jurisdictions.<sup>66</sup>

In addition, a CCP operating in Canada should be required to implement accurate, ongoing risk analysis in relation to the CCP's obligations. The CCP should impose margining obligations on its members to appropriately manage all types of risks to the CCP with the objective of avoiding recourse to default funds. Should a defaulting participant's margin not meet the obligations of the CCP for closing out that participant's default positions, the CCP's fully-transparent default process should clearly identify the resources that will be made available to satisfy the defaulting participant's obligations and the order in which these resources will be used – the default waterfall.

### 9.1 Default Management

As each level of resources is exhausted in the case of a default of a member or members, the next level in the waterfall is tapped until the obligations have been fulfilled and positions are balanced. Rules pertaining to the differing sources of assets in the default waterfall which clearly outline who will have to contribute to the waterfall (in what order and under what circumstances) and include details of any auction process, at what point a default fund and other backstops will be accessed and what will occur should all resources be exhausted will provide certainty to clearing members as to their obligations and clarity to market regulators.

In Rule 39.11(b)(1), the CFTC enumerates a list of the types of financial resources that would be available to a Designated Clearing Organization ("DCO") to satisfy financial requirements: "(1) *The margin of the defaulting clearing member; (2) The DCO's own capital; (3) the guaranty fund deposits of the defaulting clearing member and non-defaulting clearing members; (4) default insurance; (5) if permitted by the DCO's rules, potential assessments for additional guaranty fund contributions on non-defaulting clearing members; and (6) any other financial resource deemed acceptable by the Commission.*"<sup>67</sup>

The CFTC will require that a "*derivatives clearing organization shall maintain cash, U.S. Treasury obligations, or high quality, liquid, general obligations of a sovereign nation, in an amount greater than or equal to an amount calculated as follows: (A) Calculate the average daily settlement pay for each clearing member over the last fiscal quarter; (B) Calculate the sum of those average daily settlement pays; and (C) Using that sum, calculate the average of its clearing*

<sup>66</sup> FMI Principles; Principle 4 " *An FMI should effectively measure, monitor, and manage its credit exposures to participants and those arising from its payment, clearing, and settlement processes. An FMI should maintain sufficient financial resources to cover its credit exposure to each participant fully with a high degree of confidence. In addition, a CCP that is involved in activities with a more-complex risk profile or that is systemically important in multiple jurisdictions should maintain additional financial resources sufficient to cover a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the two participants and their affiliates that would potentially cause the largest aggregate credit exposure to the CCP in extreme but plausible market conditions. All other CCPs should maintain additional financial resources sufficient to cover a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the participant and its affiliates that would potentially cause the largest aggregate credit exposure to the CCP in extreme but plausible market conditions.*"

<sup>67</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 216 / Tuesday, November 8, 2011, p. 69346  
[www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536](http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/FinalRules/2011-27536).

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

members' average pays."<sup>68</sup> The CFTC indicated that it may revisit this issue after it is determined what international standard will be adopted.

### 9.2 Framework for Comprehensive Management of Risks

The EU proposals require that:

*A CCP shall have procedures in place to be followed where a clearing member does not comply with the participation requirements of the CCP within the time limit and according to the procedures established by the CCP. The CCP shall outline the procedures to be followed in the event the default of a clearing member is not declared by the CCP.*

*A CCP shall take prompt action to contain losses and liquidity pressures resulting from defaults and shall ensure that the closing out of any clearing member's positions does not disrupt its operations or expose the non-defaulting clearing members to losses that they cannot anticipate or control. The CCP shall promptly inform the competent authority where it considers that the clearing member will not be able to meet its future obligations and before it declares its default.<sup>69</sup>*

Ensuring novel derivatives do not bring undue risk to the CCP should be a fundamental part of a CCP's risk management. The CFTC in its proposed rule §39.12(b)(1)

*would require a DCO to establish appropriate requirements for determining the eligibility of agreements, contracts, or transactions submitted to the DCO for clearing, taking into account the DCO's ability to manage the risks associated with such agreements, contracts, or transactions. Factors to be considered in determining product eligibility would include, but would not be limited to: (i) trading volume; (ii) liquidity; (iii) availability of reliable prices; (iv) ability of market participants to use portfolio compression with respect to a particular swap product; (v) ability of the DCO and clearing members to gain access to the relevant market for purposes of creating and liquidating positions; (vi) ability of the DCO to measure risk for purposes of setting margin requirements; and (vii) operational capacity of the DCO and clearing members to address any unique risk characteristics of a product.<sup>70</sup>*

The CFTC has also proposed that a DCO have both a Chief Risk Officer ("CRO") and a Chief Compliance Officer ("CCO"), and that these be two different individuals. The CRO would report to the risk committee or board of directors and would be responsible for the implementation of the risk management framework and for making appropriate recommendations regarding the CCP's risk management functions.

<sup>68</sup> Ibid, p. 69351.

<sup>69</sup> COE June 6, 2011, Art. 45.

<sup>70</sup> Federal Register / Vol. 76, No. 13 / Thursday, January 20, 2011, p. 3702

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

The CFTC further proposes that:

*. . . a DCO [would] impose risk limits on each clearing member, by customer origin and house origin, in order to prevent a clearing member from carrying positions where the risk exposure of those positions exceeds a threshold set by the DCO relative to the clearing member's financial resources, the DCO's financial resources, or both. The DCO would have reasonable discretion in determining: (A) the method of computing risk exposure; (B) the applicable threshold(s); and (C) the applicable financial resources, provided however, that the ratio of exposure to capital would have to remain the same across all capital levels. The Commission could review any of these determinations and require different methods, thresholds, or financial resources, as appropriate.<sup>71</sup>*

The EU proposes that CCPs undertake regular reviews and perform stress testing:

*A CCP shall regularly review the models and parameters adopted to calculate its margin requirements, default fund contributions, collateral requirements and other risk control mechanisms. It shall subject the models to rigorous and frequent stress tests to assess their resilience in extreme but plausible market conditions and shall perform back tests to assess the reliability of the methodology adopted.*

*... A CCP shall regularly test the key aspects of its default procedures and take all the reasonable steps to ensure that all clearing members understand them and have appropriate arrangements in place to respond to a default event. A CCP shall publicly disclose key information on its risk management model and assumptions adopted to perform the stress tests referred to in paragraph 1.*

*Powers are delegated to the Commission to adopt regulatory technical standards specifying the following:*

- (a) the type of tests to be undertaken for different classes of financial instruments and portfolios;*
- (b) the involvement of clearing members or other parties in the tests;*
- (c) the frequency of tests;*
- (d) the time horizons of tests;*
- (e) the key information referred to in paragraph 3.<sup>72</sup>*

FMI Principle 3 requires that an FMI should have a sound risk-management framework for comprehensively managing legal, credit, liquidity, operational, and other risks.

<sup>71</sup> Federal Register/ Vol. 76, No. 13/ Thursday, January 20, 2011, p. 3707

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

<sup>72</sup> COE June 6, 2011, Art.46.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

The CFTC's proposed regulation §39.13(a) would require a CCP to ensure that it possesses the ability to manage the risks associated with discharging its responsibilities through the use of appropriate tools and procedures.

The CFTC proposed rules would require a DCO to establish and maintain written policies, procedures, and controls, approved by its board of directors, which establish an appropriate risk management framework that, at a minimum, clearly identifies and documents the range of risks to which the DCO is exposed, addresses the monitoring and management of the entirety of those risks, and provides a mechanism for internal audit. Those risks may include, but are not limited to, legal risk, credit risk, liquidity risk, custody and investment risk, concentration risk, default risk, operational risk, market risk, and business risk. The entity would be required to regularly review its risk management framework and update it as necessary.

Other tools enumerated by the CFTC in its proposed rulemaking include: measurement and monitoring of current and potential credit exposures to clearing members; models for determining initial margin that are risk-based and regularly reviewed; independent review and validation of the CCP's systems for generating initial margin requirements, including the CCP's theoretical models; regular review of spread margins that permit a CCP to allow reductions in initial margin requirements for related positions; having a reliable source of timely price data to support both initial margin and variation margin calculations, and having written procedures and sound valuation models for addressing circumstances where pricing data is not readily available or reliable because there is no continuous liquid market or if bid-ask spreads are volatile; and daily review and periodic back testing to enable a CCP to ensure that its margin models continue to provide adequate coverage of the CCP's risk exposures to its clearing members.<sup>73</sup>

### 9.3 Committee Recommendation

The Committee proposes that regulations be developed to require that a CCP develop and implement a robust risk management program, in accordance with international best practices such as the FMI Principles. The Committee proposes that the regulations set out specific requirements, including that:

1. a CCP have in place an effective, multi-level contingency structure that includes accurate risk analysis and member margining, a default waterfall that sets out clearly the funding events that will occur in the case of a member default and the contributions that will be required of members and the CCP's own capital (if any) and any further financial backstops or insurance that can be accessed;
2. a CCP conduct a full analysis of all relevant risks and has in place appropriate risk management procedures, such as margin and haircut adjustments and provide the result of such analysis to its market regulator(s);
3. a CCP impose transparent risk limits on individual clearing members;

<sup>73</sup> See Federal Register / Vol. 76, No. 13 / Thursday, January 20, 2011 / Proposed Rules, p. 3698 et seq. <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@Irfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

### CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

4. a CCP inform its regulator or regulators when a clearing member is at risk of default and when any default procedures are triggered;
5. a CCP undertake regular stress testing of the adequacy of the CCP's financial resources, including risk and pricing models and default procedures, and of clearing member procedures and systems, and provide the results of such tests to its market regulator(s). These stress tests should involve extreme but plausible as well as hypothetical stress situations;
6. a CCP maintain and utilize accurate pricing and valuation procedures;
7. a CCP maintain and utilize product approval procedures to ensure that new clearing products do not bring undue risk to the CCP and its members;
8. a CCP have a chief risk officer who is responsible for the implementation of risk management procedures and who reports to the CCP's board of directors or risk committee, as appropriate;
9. a CCP's models, including those for valuation and margin calculations, be subject to independent review and validation;
10. all CCPs provide the applicable Canadian regulators with periodic and ad hoc reports relating to the risks applicable to the CCP and a description of how such risks are managed; and
11. regular financial reports relating to the CCP, which should include aggregated risk exposures, are provided to the market regulator of the CCP.

## 10. Systems and Technology

A stable, robust and scalable technological infrastructure is a prerequisite for any CCP seeking recognition or exemption of recognition in Canada. The proposed FMI Principles provide that:

*A critical service provider should have a robust information security framework that appropriately manages its information security risks. The framework should include sound policies and procedures to protect information from unauthorized disclosure, ensure data integrity, and guarantee the availability of its services. In addition, a critical service provider should have policies and procedures for monitoring its compliance with its information security framework. This framework should also include capacity planning policies and change-management practices.<sup>74</sup>*

The CFTC proposes that a CCP implement a risk analysis and oversight program with respect to its operations and automated systems. Adequate maintenance of resources that would allow the CCP to fulfill its obligations in this respect is also required. Risk analysis would be required in six categories: information security, business continuity and disaster recovery, capacity and performance planning, systems operations, systems development and quality assurance, and physical security and environmental controls. This last category would include the maintenance

<sup>74</sup> FMI Principles, p. 170-71.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

of buildings and generators as well as technological infrastructure and personnel resources sufficient to enable timely recovery and resumption of operations in the event of disruption.<sup>75</sup>

The FMI Principles require a CCP to:

*identify all plausible sources of operational risk, both internal and external, and mitigate their impact through the deployment of appropriate systems, policies, procedures and controls. Systems should be designed to ensure a high degree of security and operational reliability, and should have adequate, scalable capacity. Business continuity management should aim for timely recovery of operations and fulfilment of the FMI's obligations, including in the event of a wide-scale or major disruption.*<sup>76</sup>

The EU similarly proposes that:

*A CCP shall maintain information technology systems adequate to deal with the complexity, variety and type of services and activities performed so as to ensure high standards of security and the integrity and confidentiality of the information maintained.*<sup>77</sup>

### 10.1 Committee Recommendations

The Committee believes that regulations for CCPs in Canada should require a program of risk analysis and oversight in order to identify and minimize sources of operational risk, particularly systems and technology. This would be achieved through the development of appropriate controls and procedures to ensure that technological systems are reliable, secure, and have adequate scalability.

The Committee acknowledges that *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* ("Regulation 21-101") addresses systems requirements for marketplaces, and recommends that comparable regulations be developed for CCPs. In particular, the Committee proposes that a CCP be required to "develop and maintain reasonable business continuity and disaster recovery plans; an adequate system of internal control over those systems; and adequate information technology general controls, including without limitation, controls relating to information systems operations, information security, change management, problem management, network support and system software support."<sup>78</sup>

The Committee also proposes that CCPs be required to test their system requirements regularly in accordance with regulation standards that will be substantially similar to those in Regulation 21-101 which requires testing "in accordance with prudent business practice, on a reasonably frequent basis and, in any event, at least annually, make reasonable current and future capacity

<sup>75</sup> See Federal register/Vol. 76, No. 13/Thursday, January 20, 2011/ Proposed Rules, 39.18(b)(c)(e), )p. 3713 <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-690a.pdf>.

<sup>76</sup> FMI Principles, p. 94.

<sup>77</sup> COE June 6, 2011, Art.24 (6).

<sup>78</sup> Regulation 21-101, §12.1(a) [http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw\\_rule\\_20101210\\_21-101\\_unofficial-consolidated.htm](http://www.osc.gov.on.ca/en/SecuritiesLaw_rule_20101210_21-101_unofficial-consolidated.htm).

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

estimates; conduct capacity stress tests to determine the ability of those systems to process transactions in an accurate, timely and efficient manner; and test its business continuity and disaster recovery plans.”<sup>79</sup> Further, any failure would have to be immediately reported to the market regulator.

Finally the Committee proposes that the CCP be required to publish system specifications which will allow its users, including clearing members and their clients, to develop their technology systems to allow them to efficiently access the CCP’s systems. In addition, the CCP will allow all such users with reasonable access to a test environment provided by the CCP which will allow the users to undertake testing of their systems.

### 11. Protection of Assets

The clearing of OTC derivative transactions will cause certain market participants who are not clearing members at CCP to indirectly clear their OTC derivatives transactions through intermediaries. Effective segregation and portability mechanisms at CCPs will help to ensure that indirect clearing is done in a manner that protects customer positions and collateral and potentially improves a CCP’s resilience to a clearing member default. This issue is specifically discussed in Consultation Paper 91-404 – *Derivatives: Segregation and Portability in OTC Derivatives Clearing*<sup>80</sup> which was published on February 10, 2012.

### 12. Reporting

Although information related to derivatives transactions will be collected in a trade repository or trade repositories, CCPs will improve market transparency by allowing the central collection of information on general market characteristics and activity with respect to transactions cleared by CCP, and aggregate information on the types of participants and concentration of participants' exposures within CCPs.

The information disclosed to regulators will help them to evaluate risks, including risks particular to a CCP and broader systemic risks. The FMI Principles state that:

*Authorities should have appropriate powers or other authority consistent with their relevant responsibilities to obtain timely information necessary for effective regulation, supervision, and oversight. In particular, authorities should use these powers to access information that enables them to understand and assess (a) an FMI’s various functions, activities, and overall financial condition; (b) the risks borne or created by an FMI and, where appropriate, the participants; (c) an FMI’s impact on its participants and the broader economy; and (d) an FMI’s adherence to relevant regulations and policies. Key sources of information include official system documents and records, regular or ad-hoc reporting, internal reports from*

<sup>79</sup> Ibid, §12.1(b).

<sup>80</sup> <http://www.lautorite.qc.ca/files//pdf/consultations/derives/2012fev10-91-404-cons-en.pdf>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*board meetings and internal auditors, on-site visits and inspections, information on operations outsourced to third parties, and dialogue with an FMI's board, management, or participants. Authorities should have appropriate legal safeguards to protect all confidential and non-public information obtained from an FMI. Authorities, however, should be able to share relevant confidential or non-public information with other authorities, as appropriate, to minimise gaps and reduce duplication in regulation, supervision, and oversight.<sup>81</sup>*

CCPs should also divulge detailed information for market participants to evaluate the risks, costs and benefits associated with their participation in CCPs. As such, complete information on margin-setting methodologies, risk management arrangements and fee structure should be disclosed to actual and prospective users of a CCP.

The CFTC proposes details regarding reports that must be made regularly, because of a determined event or on request:

*Proposed §39.19 would require certain reports to be made by the DCO to the Commission: (1) On a periodic basis (daily, quarterly or annually), (2) where the reporting requirement is triggered by the occurrence of a significant event; and (3) upon request by the Commission. Unless otherwise specified by the Commission or its designee, each DCO would have to submit the information required by this section to the Commission electronically and in a form and manner prescribed by the Commission.*

*Currently, the Commission receives initial margin data from several, but not all DCOs and not necessarily on a daily basis. . . . The Commission is therefore proposing regulations that would require reporting by all DCOs on a daily basis. By requiring both sets of data as well as intraday initial margin calls to be reported directly to the Commission, the Commission would be better positioned to conduct risk surveillance activities efficiently, to monitor the financial health of the DCO, and to detect any unusual activity in a timely manner.*

*Proposed §39.19(c)(1)(i) would require a DCO to report both the initial margin requirement for each clearing member, by customer origin and house origin, and the initial margin on deposit for each clearing member, by origin. Proposed §39.19(c)(1)(ii) would require a DCO to report the daily variation margin collected and paid by the DCO. The report would separately list the mark-to-market amount collected from or paid to each clearing member, by origin.<sup>82</sup>*

The SEC has proposed rule 17Ad-22(c)(1) which would require a CCP to calculate and maintain a record of the financial resources necessary to withstand, at a minimum, a

<sup>81</sup> FMI Principles, p.128.

<sup>82</sup> Federal Register / Volume 75, Number 240 / December 15, 2010  
<http://www.cftc.gov/LawRegulation/FederalRegister/ProposedRules/2010-31130>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

default by the participant to which it has the largest exposure in extreme, but plausible, market conditions, and sufficient documentation to explain the methodology it uses to compute such financial resource requirement.<sup>83</sup>

As well, the SEC addresses public dissemination of information to aid market participants in their risk evaluations:

*The proposed rule would require dissemination of pricing and valuation information by CCPs . . . to the public on terms that are fair, reasonable, and not unreasonably discriminatory,[including] all end of day settlement prices and any other prices for OTC derivatives that the CCP may establish to calculate its participants' mark-to-market margin requirements.*

### 12.1 Committee Recommendations

The Committee recommends that each CSA jurisdiction seek the legislative authority to require the transmission to its market regulator by a CCP of the information required for oversight purposes. This information will be set out in regulations that will also specify the frequency and format of the information. Such information may include, but not be limited to, transaction level details, margin requirements, guarantee fund contributions, financial statements, risk models, financial resources that must be available for a market stress situation, board decisions and reports, rule and procedural modifications, information regarding outsourcing arrangements, including any agreements and oversight programs, and details of any emergency or disciplinary actions.

### 12.2 Request for Comment

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

## 13. Foreign-based CCPs and Regulatory Cooperation

As stated earlier, the Committee proposes that each CSA jurisdiction enact legislation that will require all CCPs that perform CCP clearing of OTC derivatives in its jurisdiction to be recognized as a clearing agency, or exempted from recognition. This obligation is already in force in Quebec,<sup>84</sup> Ontario<sup>85</sup> and Alberta.<sup>86</sup> This obligation would apply not only to local CCPs, but CCPs from outside a CSA jurisdiction that wish to exercise clearing activity with an entity from a CSA jurisdiction.

In this respect, the FMI Principles state that:

<sup>83</sup> See Federal Register / Vol. 76, No. 51 / Wednesday, March 16, 2011 / Proposed Rules, p. 14476 <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2011-03-16/pdf/2011-5182.pdf>.

<sup>84</sup> Derivatives Act (Québec), R.S.Q., c. I-14.01, s. 12

[http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/I\\_14\\_01/I14\\_01\\_A.html](http://www2.publicationsduquebec.gouv.qc.ca/dynamicSearch/telecharge.php?type=2&file=/I_14_01/I14_01_A.html).

<sup>85</sup> Securities Act (Ontario), R.S.O. 1990, c. S.5, s. 21.2 (0.1) [http://www.e-laws.gov.on.ca/html/statutes/english/elaws\\_statutes\\_90s05\\_e.htm](http://www.e-laws.gov.on.ca/html/statutes/english/elaws_statutes_90s05_e.htm).

<sup>86</sup> Securities Act (Alberta), RSA 2000, C S-4, s. 67(1) <http://www.qp.alberta.ca/documents/Acts/s04.pdf>.

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*Central banks, market regulators, and other relevant authorities should cooperate with each other, domestically and internationally (that is, on a cross border basis), in order to support each other in fulfilling their respective regulatory, supervisory, or oversight mandates with respect to FMIs. Relevant authorities should explore, and where appropriate, develop cooperative arrangements that take into consideration (a) their statutory responsibilities, (b) the systemic importance of the FMI to their respective jurisdictions, (c) the FMI's comprehensive risk profile (including consideration of risks that may arise from interdependent entities), and (d) the FMI's participants. The objective of such arrangements is to facilitate comprehensive regulation, supervision, and oversight and provide a mechanism whereby the responsibilities of multiple authorities can be fulfilled efficiently and effectively. Authorities are encouraged to cooperate with each other to reduce the probability of gaps in regulation, supervision, and oversight that could arise if they did not coordinate and to minimise the potential duplication of effort and the burden on the FMIs or the cooperating authorities. Relevant authorities should also cooperate with resolution authorities and the supervisors of direct participants, as appropriate and necessary, to enable each to fulfil its respective responsibilities<sup>87</sup>.*

The importance of cooperative arrangements is underscored in IOSCO's *Principles Regarding Cross-Border Supervision*:

*While regulators often respond by mandating that a regulated entity's overseas operations must comply with domestic standards and oversight requirements prior to being permitted to engage in domestic business, confirmation and enforcement of these requirements can prove challenging. Even where securities regulators have in place enforcement cooperation mechanisms such as the IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information (IOSCO MMOU), the day-to-day information outside of an enforcement context that a regulator needs in order to exercise effective oversight may be difficult to access without the assistance and cooperation of the relevant counterpart. While regulators have different supervisory approaches, each has a common interest in information-sharing and cooperation based on earned trust in each other's regulatory and supervisory systems.<sup>88</sup>*

The EU proposes that:

*A CCP established in a third country can be used by clearing members established within the Union for the purpose of clearing OTC derivatives including for the*

<sup>87</sup> FMI Principles, p.134.

<sup>88</sup> <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>.

### CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*purpose of the clearing obligation ... provided that the CCP is recognised by ESMA in accordance with the procedure laid down in the following paragraphs.*

*(ESMA or the local regulator) may recognise a CCP established in a third country that has applied for recognition to provide certain clearing services or activities only where the following conditions are met:*

*(a) the Commission has adopted a Decision in accordance with paragraph 3;*

*(b) the CCP is authorised in, and is subject to, effective supervision ensuring a full compliance with the prudential requirements applicable in that third country;*

*(c) co-operation arrangements have been established pursuant to paragraph 4.<sup>89</sup>*

The FMI Principles state that the conflicts of law issues that can arise in a multinational scenario should be addressed by a CCP:

*Legal risk due to conflicts of law may arise if an FMI is, or reasonably may become, subject to the laws of various other jurisdictions (for example, when it accepts participants established in those jurisdictions, when assets are held in multiple jurisdictions, or when business is conducted in multiple jurisdictions). In such cases, an FMI should identify and analyse potential conflict-of-laws issues and develop rules and procedures to mitigate this risk. For example, the rules governing its activities should clearly indicate the law that is intended to apply to each aspect of an FMI's operations. The FMI and its participants should be aware of applicable constraints on their abilities to choose the law that will govern the FMI's activities when there is a difference in the substantive laws of the relevant jurisdictions. A jurisdiction ordinarily does not permit contractual choices of law that would circumvent that jurisdiction's fundamental public policy. Thus, when uncertainty exists regarding the enforceability of an FMI's choice of law in relevant jurisdictions, the FMI should obtain reasoned and independent legal opinions and analysis in order to address properly such uncertainty.<sup>90</sup>*

As a majority of counterparties to derivatives trades entered into by Canadian participants are resident outside of Canada, it is clear that Canadian market participants will require access to foreign CCPs to clear at least some OTC derivatives transactions. The Committee believes that the review and recognition (or exemption from recognition) of foreign-based CCPs is a priority to ensure that Canada meets its G20 commitments. Recognition of non-Canadian CCPs will require that Canadian regulators be comfortable that they can exert appropriate and effective regulatory powers over the foreign CCP, which in many cases will require Canadian regulators to develop cooperative regulation regimes with regulators outside of Canada. Work on developing memoranda of understanding with these non-Canadian regulators needs to be undertaken

<sup>89</sup> COE June 6, 2011, Art.23 ¶1-2.

<sup>90</sup> FMI Principles, p. 25.

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

immediately to ensure that Canadian regulators receive the information and co-operation required to oversee the non-Canadian CCPs that they have recognized or exempted from recognition. As well, ongoing work with international bodies to set data standards and continue to develop best practices must continue apace.

The Committee believes that regulators of a CCP, both domestic and foreign, should develop and commit to a clear, co-operative oversight framework that deals with the regulation of CCPs that are subject to multi-jurisdictional regulation. This framework should clarify the role of regulators in monitoring and directing the governance model, the rule-making process and the operations of a CCP during the ordinary course of a CCPs business and during periods of stress. The framework should clarify the rights and responsibilities of all relevant regulators and outline the ability of the regulators to take steps to address issues of local public interest while not prejudicing the rights of other regulators.

The recognition process for a foreign CCP will include the additional review of its home regulatory structure, to ensure it is comparable to Canadian CCP oversight, as well as a review of legal issues that are particular to cross-border clearing. Examples would include bankruptcy regimes, collateral requirements, ongoing information sharing, oversight and enforcement co-operation and mutual reliance. Canadian market regulators would seek to enter into appropriate memoranda of understanding with foreign regulatory agencies to deal with matters such as information sharing, cooperation in enforcement actions and investigations, consultation on rule modifications at the CCP, notice of regulatory or legislative changes, dedicated contact persons and communications procedures during periods of stress.

**13.1 CCP Infrastructure**

In Consultation Paper 91-401, the Committee presented three possibilities for clearing OTC derivatives for Canadian market participants: a foreign access model, a domestic stand-alone solution, and a domestic solution with international links or interoperability.

Regardless of the infrastructure that emerges, and noting that such infrastructure can evolve over time, the Committee believes that regulatory oversight requirements must be developed that ensure that Canadian market regulators are comfortable that there will be adequate oversight over the operations of the CCP. This report and its recommendations should be read to apply to each or any possible infrastructure, and rule drafting will need to provide such flexibility as the determination of the most appropriate infrastructure is beyond the scope of this document.

**14. Further Questions for Public comment**

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

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing***

- Question 11. Are there changes to the existing regulatory framework that would be desirable to accommodate a move to CCP clearing?
- Question 12. Do you consider that any changes need to be made to Canadian law to facilitate the efficiency of OTC derivatives clearing, either through a domestic or a foreign CCP? If so, what changes and for what reasons?

CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

## Appendix

Principles for Financial Markets Infrastructures, Summary of Principles<sup>91</sup>

## Principle 1: Legal basis

***An FMI should have a well-founded, clear, transparent, and enforceable legal basis for each material aspect of its activities in all relevant jurisdictions.***

**Key considerations**

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

## 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.***

**Key considerations**

1. *An FMI should have objectives that place a high priority on the safety and efficiency of the FMI and explicitly support financial stability and other relevant public interest considerations.*
2. *An FMI should have documented governance arrangements that provide clear and direct lines of responsibility and accountability. These arrangements should be disclosed to owners, relevant authorities, participants, and, at a more general level, the public.*
3. *The roles and responsibilities of an FMI's board of directors (or equivalent) should be clearly specified, and there should be documented procedures for its functioning, including procedures to identify, address, and manage member conflicts of interest.*

<sup>91</sup> <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>.

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

*The board should review both its overall performance and the performance of its individual board members regularly.*

4. *The board should contain suitable members with the appropriate skills and incentives to fulfil its multiple roles. This typically requires the inclusion of non-executive board member(s).*
5. *The roles and responsibilities of management should be clearly specified. An FMI's management should have the appropriate experience, a mix of skills, and the integrity necessary to discharge their responsibilities for the operation and risk management of the FMI.*
6. *The board should establish a clear, documented risk-management framework that includes the FMI's risk-tolerance policy, assigns responsibilities and accountability for risk decisions, and addresses decision making in crises and emergencies. Governance arrangements should ensure that the risk-management and internal control functions have sufficient authority, independence, resources, and access to the board.*
7. *The board should ensure that the FMI's design, rules, overall strategy, and major decisions reflect appropriately the legitimate interests of its direct and indirect participants and other relevant stakeholders. Major decisions should be clearly disclosed to relevant stakeholders and, where there is a broad market impact, the public.*

**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.***

**Key considerations**

1. *An FMI should have risk-management policies, procedures, and systems that enable it to identify, measure, monitor, and manage the range of risks that arise in or are borne by the FMI. Risk-management frameworks should be subject to periodic review.*
2. *An FMI should provide incentives to participants and, where relevant, their customers to manage and contain the risks they pose to the FMI.*
3. *An FMI should regularly review the material risks it bears from and poses to other entities (such as other FMIs, settlement banks, liquidity providers, and service providers) as a result of interdependencies and develop appropriate risk-management tools to address these risks.*
4. *An FMI should identify scenarios that may potentially prevent it from being able to provide its critical operations and services as a going concern and assess the effectiveness of a full range of options for recovery or orderly wind-down. An FMI should prepare appropriate plans for its recovery or orderly wind-down based on the results of that assessment. Where applicable, an FMI should also provide relevant authorities with the information needed for purposes of resolution planning.*

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

## Principle 4: Credit risk

***An FMI should effectively measure, monitor, and manage its credit exposures to participants and those arising from its payment, clearing, and settlement processes. An FMI should maintain sufficient financial resources to cover its credit exposure to each participant fully with a high degree of confidence. In addition, a CCP that is involved in activities with a more-complex risk profile or that is systemically important in multiple jurisdictions should maintain additional financial resources sufficient to cover a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the two participants and their affiliates that would potentially cause the largest aggregate credit exposure to the CCP in extreme but plausible market conditions. All other CCPs should maintain additional financial resources sufficient to cover a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the participant and its affiliates that would potentially cause the largest aggregate credit exposure to the CCP in extreme but plausible market conditions.***

**Key considerations**

1. *An FMI should establish a robust framework to manage its credit exposures to its participants and the credit risks arising from its payment, clearing, and settlement processes. Credit exposure may arise from current exposures, potential future exposures, or both. An FMI should identify sources of credit risk, routinely measure and monitor credit exposures, and use appropriate risk-management tools to control these risks.*
2. *A payment system or SSS should cover its current and, where they exist, potential future exposures to each participant fully with a high degree of confidence using collateral and other equivalent financial resources (see Principle 5 on collateral). In the case of a DNS payment system or DNS SSS in which there is no settlement guarantee but where its participants face credit exposures arising from its payment, clearing, and settlement processes, such an FMI should maintain, at a minimum, sufficient resources to cover the exposures of the two participants and their affiliates that would create the largest aggregate credit exposure in the system.*
3. *A CCP should cover its current and potential future exposures to each participant fully with a high degree of confidence using margin and other prefunded financial resources (see Principle 5 on collateral and Principle 6 on margin). In addition, a CCP that is involved in activities with a more-complex risk profile or that is systemically important in multiple jurisdictions should maintain additional financial resources to cover a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the two participants and their affiliates that would potentially cause the largest aggregate credit exposure for the CCP in extreme but plausible market conditions. All other CCPs should maintain additional financial resources sufficient to cover a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the participant and its affiliates that would potentially cause the largest aggregate credit exposure for the CCP in extreme but plausible market conditions. In all cases, a CCP should document its supporting rationale for, and should have appropriate governance arrangements relating to, the amount of total financial resources it maintains.*
4. *A CCP should determine the amount and regularly test the sufficiency of its total financial resources available in the event of a default or multiple defaults in extreme*

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*but plausible market conditions through rigorous stress testing. A CCP should have clear procedures to report the results of its stress tests to appropriate decision makers at the CCP and to use these results to evaluate the adequacy of and adjust its total financial resources. Stress tests should be performed daily using standard and predetermined parameters and assumptions. On at least a monthly basis, a CCP should perform a comprehensive and thorough analysis of stress testing scenarios, models, and underlying parameters and assumptions used to ensure they are appropriate for determining the CCP's required level of default protection in light of current and evolving market conditions. A CCP should perform this analysis of stress testing more frequently when the products cleared or markets served display high volatility, become less liquid, or when the size or concentration of positions held by a CCP's participants increases significantly. A full validation of a CCP's risk-management model should be performed at least annually.*

5. *In conducting stress testing, a CCP should consider the effect of a wide range of relevant stress scenarios in terms of both defaulters' positions and possible price changes in liquidation periods. Scenarios should include relevant peak historic price volatilities, shifts in other market factors such as price determinants and yield curves, multiple defaults over various time horizons, simultaneous pressures in funding and asset markets, and a spectrum of forward-looking stress scenarios in a variety of extreme but plausible market conditions.*
6. *An FMI should establish explicit rules and procedures that address fully any credit losses it may face as a result of any individual or combined default among its participants with respect to any of their obligations to the FMI. These rules and procedures should address how potentially uncovered credit losses would be allocated, including the repayment of any funds an FMI may borrow from liquidity providers. These rules and procedures should also indicate the FMI's process to replenish any financial resources that the FMI may employ during a stress event, so that the FMI can continue to operate in a safe and sound manner.*

### Principle 5: Collateral

***An FMI that requires collateral to manage its or its participants' credit exposure should accept collateral with low credit, liquidity, and market risks. An FMI should also set and enforce appropriately conservative haircuts and concentration limits.***

#### Key considerations

1. *An FMI should generally limit the assets it (routinely) accepts as collateral to those with low credit, liquidity, and market risks.*
2. *An FMI should establish prudent valuation practices and develop haircuts that are regularly tested and take into account stressed market conditions.*
3. *In order to reduce the need for procyclical adjustments, an FMI should establish stable and conservative haircuts that are calibrated to include periods of stressed market conditions, to the extent practicable and prudent.*
4. *An FMI should avoid concentrated holdings of certain assets where this would significantly impair the ability to liquidate such assets quickly without significant adverse price effects.*
5. *An FMI that accepts cross-border collateral should mitigate the risks associated with*

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

*its use and ensure that the collateral can be used in a timely manner.*

6. *An FMI should use a collateral management system that is well-designed and operationally flexible.*

**Principle 6: Margin**

***A CCP should cover its credit exposures to its participants for all products through an effective margin system that is risk-based and regularly reviewed.***

**Key considerations**

1. *A CCP should have a margin system that establishes margin levels commensurate with the risks and particular attributes of each product, portfolio, and market it serves.*
2. *A CCP should have a reliable source of timely price data for its margin system. A CCP should also have procedures and sound valuation models for addressing circumstances in which pricing data are not readily available or reliable.*
3. *A CCP should adopt initial margin models and parameters that are risk-based and generate margin requirements sufficient to cover its potential future exposure to participants in the interval between the last margin collection and the close out of positions following a participant default. Initial margin should meet an established single-tailed confidence level of at least 99 percent with respect to the estimated distribution of future exposure. For a CCP that calculates margin at the portfolio level, this requirement applies to each portfolio's distribution of future exposure. For a CCP that calculates margin at more-granular levels, such as at the subportfolio level or by product, the requirement must be met for the corresponding distributions of future exposure. The model should (a) use a conservative estimate of the time horizons for the effective hedging or close out of the particular types of products cleared by the CCP (including in stressed market conditions), (b) have an appropriate method for measuring credit exposure that accounts for relevant product risk factors and portfolio effects across products, and (c) to the extent practicable and prudent, limit the need for destabilising, procyclical changes.*
4. *A CCP should mark participant positions to market and collect variation margin at least daily to limit the build-up of current exposures. A CCP should have the authority and operational capacity to make intraday margin calls and payments, both scheduled and unscheduled, to participants.*
5. *In calculating margin requirements, a CCP may allow offsets or reductions in required margin across products that it clears or between products that it and another CCP clear, if the risk of one product is significantly and reliably correlated with the risk of the other product. Where two or more CCPs are authorised to offer cross-margining, they must have appropriate safeguards and harmonised overall risk-management systems.*
6. *A CCP should analyse and monitor its model performance and overall margin coverage by conducting rigorous daily backtesting and at least monthly, and more-frequent where appropriate, sensitivity analysis. A CCP should regularly conduct an assessment of the theoretical and empirical properties of its margin model for all products it clears. In conducting sensitivity analysis of the model's coverage, a CCP should take into account a wide range of parameters and assumptions that reflect possible market conditions, including the most-volatile periods that have been*

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*experienced by the markets it serves and extreme changes in the correlations between prices.*

7. *A CCP should regularly review and validate its margin system.*

**Principle 7: Liquidity risk**

***An FMI should effectively measure, monitor, and manage its liquidity risk. An FMI should maintain sufficient liquid resources in all relevant currencies to effect same-day and, where appropriate, intraday and multiday settlement of payment obligations with a high degree of confidence under a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the participant and its affiliates that would generate the largest aggregate liquidity obligation for the FMI in extreme but plausible market conditions.***

**Key considerations**

1. *An FMI should have a robust framework to manage its liquidity risks from its participants, settlement banks, nostro agents, custodian banks, liquidity providers, and other entities.*
2. *An FMI should have effective operational and analytical tools to identify, measure, and monitor its settlement and funding flows on an ongoing and timely basis, including its use of intraday liquidity.*
3. *A payment system or SSS, including one employing a DNS mechanism, should maintain sufficient liquid resources in all relevant currencies to effect same-day settlement, and where appropriate intraday or multiday settlement, of payment obligations with a high degree of confidence under a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the participant and its affiliates that would generate the largest aggregate payment obligation in extreme but plausible market conditions.*
4. *A CCP should maintain sufficient liquid resources in all relevant currencies to settle securities-related payments, make required variation margin payments, and meet other payment obligations on time with a high degree of confidence under a wide range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the participant and its affiliates that would generate the largest aggregate payment obligation to the CCP in extreme but plausible market conditions. In addition, a CCP that is involved in activities with a more-complex risk profile or that is systemically important in multiple jurisdictions should consider maintaining additional liquidity resources sufficient to cover a wider range of potential stress scenarios that should include, but not be limited to, the default of the two participants and their affiliates that would generate the largest aggregate payment obligation to the CCP in extreme but plausible market conditions.*
5. *For the purpose of meeting its minimum liquid resource requirement, an FMI's qualifying liquid resources in each currency include cash at the central bank of issue and at creditworthy commercial banks, committed lines of credit, committed foreign exchange swaps, and committed repos, as well as highly marketable collateral held in custody and investments that are readily available and convertible into cash with prearranged and highly reliable funding arrangements, even in extreme but plausible market conditions. If an FMI has access to routine credit at the central bank of issue,*

## CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

*the FMI may count such access as part of the minimum requirement to the extent it has collateral that is eligible for pledging to (or for conducting other appropriate forms of transactions with) the relevant central bank. All such resources should be available when needed.*

6. *An FMI may supplement its qualifying liquid resources with other forms of liquid resources. If the FMI does so, then these liquid resources should be in the form of assets that are likely to be saleable or acceptable as collateral for lines of credit, swaps, or repos on an ad hoc basis following a default, even if this cannot be reliably prearranged or guaranteed in extreme market conditions. Even if an FMI does not have access to routine central bank credit, it should still take account of what collateral is typically accepted by the relevant central bank, as such assets may be more likely to be liquid in stressed circumstances. An FMI should not assume the availability of emergency central bank credit as a part of its liquidity plan.*
7. *An FMI should obtain a high degree of confidence, through rigorous due diligence, that each provider of its minimum required qualifying liquid resources, whether a participant of the FMI or an external party, has sufficient information to understand and to manage its associated liquidity risks, and that it has the capacity to perform as required under its commitment. Where relevant to assessing a liquidity provider's performance reliability with respect to a particular currency, a liquidity provider's potential access to credit from the central bank of issue may be taken into account. An FMI should regularly test its procedures for accessing its liquid resources at a liquidity provider.*
8. *An FMI with access to central bank accounts, payment services, or securities services should use these services, where practical, to enhance its management of liquidity risk.*
9. *An FMI should determine the amount and regularly test the sufficiency of its liquid resources through rigorous stress testing. An FMI should have clear procedures to report the results of its stress tests to appropriate decision makers at the FMI and to use these results to evaluate the adequacy of and adjust its liquidity risk-management framework. In conducting stress testing, an FMI should consider a wide range of relevant scenarios. Scenarios should include relevant peak historic price volatilities, shifts in other market factors such as price determinants and yield curves, multiple defaults over various time horizons, simultaneous pressures in funding and asset markets, and a spectrum of forward-looking stress scenarios in a variety of extreme but plausible market conditions. Scenarios should also take into account the design and operation of the FMI, include all entities that might pose material liquidity risks to the FMI (such as settlement banks, nostro agents, custodian banks, liquidity providers, and linked FMIs), and where appropriate, cover a multiday period. In all cases, an FMI should document its supporting rationale for, and should have appropriate governance arrangements relating to, the amount and form of total liquid resources it maintains.*
10. *An FMI should establish explicit rules and procedures that enable the FMI to effect same-day and, where appropriate, intraday and multiday settlement of payment obligations on time following any individual or combined default among its participants. These rules and procedures should address unforeseen and potentially uncovered liquidity shortfalls and should aim to avoid unwinding, revoking, or delaying the same-day settlement of payment obligations. These rules and procedures should also indicate the FMI's process to replenish any liquidity*

CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing*

*resources it may employ during a stress event, so that it can continue to operate in a safe and sound manner.*

**Principle 8: Settlement finality**

***An FMI should provide clear and certain final settlement, at a minimum by the end of the value date. Where necessary or preferable, an FMI should provide final settlement intraday or in real time.***

**Key considerations**

1. *An FMI's rules and procedures should clearly define the point at which settlement is final.*
2. *An FMI should complete final settlement no later than the end of the value date, and preferably intraday or in real time, to reduce settlement risk. An LVPS or SSS should consider adopting RTGS or multiple-batch processing during the settlement day.*
3. *An FMI should clearly define the point after which unsettled payments, transfer instructions, or other obligations may not be revoked by a participant.*

**Principle 9: Money settlements**

***An FMI should conduct its money settlements in central bank money where practical and available. If central bank money is not used, an FMI should minimise and strictly control the credit and liquidity risk arising from the use of commercial bank money.***

**Key considerations**

1. *An FMI should conduct its money settlements in central bank money, where practical and available, to avoid credit and liquidity risks.*
2. *If central bank money is not used, an FMI should conduct its money settlements using a settlement asset with little or no credit or liquidity risk.*
3. *If an FMI settles in commercial bank money, it should monitor, manage, and limit its credit and liquidity risks arising from the commercial settlement banks. In particular, an FMI should establish and monitor adherence to strict criteria for its settlement banks that take account of, among other things, their regulation and supervision, creditworthiness, capitalisation, access to liquidity, and operational reliability. An FMI should also monitor and manage the concentration of credit and liquidity exposures to its commercial settlement banks.*
4. *If an FMI conducts money settlements on its own books, it should minimise and strictly control its credit and liquidity risks.*
5. *An FMI's legal agreements with any settlement banks should state clearly when transfers on the books of individual settlement banks are expected to occur, that transfers are to be final when effected, and that funds received should be transferable as soon as possible, at a minimum by the end of the day and ideally intraday, in order to enable the FMI and its participants to manage credit and liquidity risks.*

CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing***Principle 10: Physical deliveries**

***An FMI should clearly state its obligations with respect to the delivery of physical instruments or commodities and should identify, monitor, and manage the risks associated with such physical deliveries.***

**Key considerations**

1. *An FMI's rules should clearly state its obligations with respect to the delivery of physical instruments or commodities.*
2. *An FMI should identify, monitor, and manage the risks and costs associated with the storage and delivery of physical instruments or commodities.*

(Principle 11: Central Securities Depositories is not applicable to OTC Derivatives)

**Principle 12: Exchange-of-value settlement systems**

***If an FMI settles transactions that involve the settlement of two linked obligations (for example, securities or foreign exchange transactions), it should eliminate principal risk by conditioning the final settlement of one obligation upon the final settlement of the other.***

**Key consideration**

1. *An FMI that is an exchange-of-value settlement system should eliminate principal risk by ensuring that the final settlement of one obligation occurs if and only if the final settlement of the linked obligation also occurs, regardless of whether the FMI settles on a gross or net basis and when finality occurs.*

**Principle 13: Participant-default rules and procedures**

***An FMI should have effective and clearly defined rules and procedures to manage a participant default. These rules and procedures should be designed to ensure that the FMI can take timely action to contain losses and liquidity pressures and continue to meet its obligations.***

**Key considerations**

1. *An FMI should have default rules and procedures that enable the FMI to continue to meet its obligations in the event of a participant default and that address the replenishment of resources following a default.*
2. *An FMI should be well prepared to implement its default rules and procedures, including any appropriate discretionary procedures provided for in its rules.*
3. *An FMI should publicly disclose key aspects of its default rules and procedures.*
4. *An FMI should involve its participants and other stakeholders in the testing and review of the FMI's default procedures, including any close-out procedures. Such testing and review should be conducted at least annually or following material changes to the rules and procedures to ensure that they are practical and effective.*

CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing***Principle 14: Segregation and portability**

***A CCP should have rules and procedures that enable the segregation and portability of positions of a participant's customers and the collateral provided to the CCP with respect to those positions.***

**Key considerations**

1. *A CCP should, at a minimum, have segregation and portability arrangements that effectively protect a participant's customers' positions and related collateral from the default or insolvency of that participant. If the CCP additionally offers protection of such customer positions and collateral against the concurrent default of the participant and a fellow customer, the CCP should take steps to ensure that such protection is effective.*
2. *A CCP should employ an account structure that enables it readily to identify positions of a participant's customers and to segregate related collateral. A CCP should maintain customer positions and collateral in individual customer accounts or in omnibus customer accounts.*
3. *A CCP should structure its portability arrangements in a way that makes it highly likely that the positions and collateral of a defaulting participant's customers will be transferred to one or more other participants.*
4. *A CCP should disclose its rules, policies, and procedures relating to the segregation and portability of a participant's customers' positions and related collateral. In particular, the CCP should disclose whether customer collateral is protected on an individual or omnibus basis. In addition, a CCP should disclose any constraints, such as legal or operational constraints, that may impair its ability to segregate or port a participant's customers' positions and related collateral.*

**Principle 15: General business risk**

***An FMI should identify, monitor, and manage its general business risk and hold sufficient liquid net assets funded by equity to cover potential general business losses so that it can continue operations and services as a going concern if those losses materialise. Further, liquid net assets should at all times be sufficient to ensure a recovery or orderly wind-down of critical operations and services.***

**Key considerations**

1. *An FMI should have robust management and control systems to identify, monitor, and manage general business risks, including losses from poor execution of business strategy, negative cash flows, or unexpected and excessively large operating expenses.*
2. *An FMI should hold liquid net assets funded by equity (such as common stock, disclosed reserves, or other retained earnings) so that it can continue operations and services as a going concern if it incurs general business losses. The amount of liquid net assets funded by equity an FMI should hold should be determined by its general business risk profile and the length of time required to achieve a recovery or orderly wind-down, as appropriate, of its critical operations and services if such action is taken.*

### CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing

3. *An FMI should maintain a viable recovery or orderly wind-down plan and should hold sufficient liquid net assets funded by equity to implement this plan. At a minimum, an FMI should hold liquid net assets funded by equity equal to at least six months of current operating expenses. These assets are in addition to resources held to cover participant defaults or other risks covered under the financial resources principles. However, equity held under international risk-based capital standards can be included where relevant and appropriate to avoid duplicate capital requirements.*
4. *Assets held to cover general business risk should be of high quality and sufficiently liquid in order to allow the FMI to meet its current and projected operating expenses under a range of scenarios, including in adverse market conditions.*
5. *An FMI should maintain a viable plan for raising additional equity should its equity fall close to or below the amount needed. This plan should be approved by the board of directors and updated regularly.*

#### Principle 16: Custody and investment risks

***An FMI should safeguard its own and its participants' assets and minimise the risk of loss on and delay in access to these assets. An FMI's investments should be in instruments with minimal credit, market, and liquidity risks.***

##### **Key considerations**

1. *An FMI should hold its own and its participants' assets at supervised and regulated entities that have robust accounting practices, safekeeping procedures, and internal controls that fully protect these assets.*
2. *An FMI should have prompt access to its assets and the assets provided by participants, when required.*
3. *An FMI should evaluate and understand its exposures to its custodian banks, taking into account the full scope of its relationships with each.*
4. *An FMI's investment strategy should be consistent with its overall risk-management strategy and fully disclosed to its participants, and investments should be secured by, or be claims on, high-quality obligors. These investments should allow for quick liquidation with little, if any, adverse price effect.*

#### Principle 17: Operational risk

***An FMI should identify the plausible sources of operational risk, both internal and external, and mitigate their impact through the use of appropriate systems, policies, procedures, and controls. Systems should be designed to ensure a high degree of security and operational reliability and should have adequate, scalable capacity. Business continuity management should aim for timely recovery of operations and fulfilment of the FMI's obligations, including in the event of a wide-scale or major disruption.***

##### **Key considerations**

1. *An FMI should establish a robust operational risk-management framework with appropriate systems, policies, procedures, and controls to identify, monitor, and*

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

*manage operational risks.*

2. *An FMI's board of directors should clearly define the roles and responsibilities for addressing operational risk and should endorse the FMI's operational risk-management framework. Systems, operational policies, procedures, and controls should be reviewed, audited, and tested periodically and after significant changes.*
3. *An FMI should have clearly defined operational reliability objectives and should have policies in place that are designed to achieve those objectives.*
4. *An FMI should ensure that it has scalable capacity adequate to handle increasing stress volumes and to achieve its service-level objectives.*
5. *An FMI should have comprehensive physical and information security policies that address all potential vulnerabilities and threats.*
6. *An FMI should have a business continuity plan that addresses events posing a significant risk of disrupting operations, including events that could cause a wide-scale or major disruption. The plan should incorporate the use of a secondary site and should be designed to ensure that critical information technology (IT) systems can resume operations within two hours following disruptive events. The plan should be designed to enable the FMI to complete settlement by the end of the day of the disruption, even in case of extreme circumstances. The FMI should regularly test these arrangements.*
7. *An FMI should identify, monitor, and manage the risks that key participants, other FMIs, and service and utility providers might pose to its operations. In addition, an FMI should identify, monitor, and manage the risks its operations might pose to other FMIs.*

**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.***

**Key considerations**

1. *An FMI should allow for fair and open access to its services, including by direct and, where relevant, indirect participants and other FMIs, based on reasonable risk-related participation requirements.*
2. *An FMI's participation requirements should be justified in terms of the safety and efficiency of the FMI and the markets it serves, be tailored to and commensurate with the FMI's specific risks, and be publicly disclosed. Subject to maintaining acceptable risk control standards, an FMI should endeavour to set requirements that have the least-restrictive impact on access that circumstances permit.*
3. *An FMI should monitor compliance with its participation requirements on an ongoing basis and have clearly defined and publicly disclosed procedures for facilitating the suspension and orderly exit of a participant that breaches, or no longer meets, the participation requirements.*

CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: *OTC Central Counterparty Clearing***Principle 19: Tiered participation arrangements**

***An FMI should identify, monitor, and manage the material risks to the FMI arising from tiered participation arrangements.***

**Key considerations**

1. *An FMI should ensure that its rules, procedures, and agreements allow it to gather basic information about indirect participation in order to identify, monitor, and manage any material risks to the FMI arising from such tiered participation arrangements.*
2. *An FMI should identify material dependencies between direct and indirect participants that might affect the FMI.*
3. *An FMI should identify indirect participants responsible for a significant proportion of transactions processed by the FMI and indirect participants whose transaction volumes or values are large relative to the capacity of the direct participants through which they access the FMI in order to manage the risks arising from these transactions.*
4. *An FMI should regularly review risks arising from tiered participation arrangements and should take mitigating action when appropriate.*

**Principle 20: FMI links**

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

**Key considerations**

1. *Before entering into a link arrangement and on an ongoing basis once the link is established, an FMI should identify, monitor, and manage all potential sources of risk arising from the link arrangement. Link arrangements should be designed such that each FMI is able to observe the other principles in this report.*
2. *A link should have a well-founded legal basis, in all relevant jurisdictions, that supports its design and provides adequate protection to the FMIs involved in the link.*
3. *Linked CSDs should measure, monitor, and manage the credit and liquidity risks arising from each other. Any credit extensions between CSDs should be covered fully with high-quality collateral and be subject to limits.*
4. *Provisional transfers of securities between linked CSDs should be prohibited or, at a minimum, the retransfer of provisionally transferred securities should be prohibited prior to the transfer becoming final.*
5. *An investor CSD should only establish a link with an issuer CSD if the arrangement provides a high level of protection for the rights of the investor CSD's participants.*
6. *An investor CSD that uses an intermediary to operate a link with an issuer CSD should measure, monitor, and manage the additional risks (including custody, credit, legal, and operational risks) arising from the use of the intermediary.*
7. *Before entering into a link with another CCP, a CCP should identify and manage the potential spill-over effects from the default of the linked CCP. If a link has three or*

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

*more CCPs, each CCP should identify, assess, and manage the risks of the collective link arrangement.*

8. *Each CCP in a CCP link arrangement should be able to cover, at least on a daily basis, its current and potential future exposures to the linked CCP and its participants, if any, fully with a high degree of confidence without reducing the CCP's ability to fulfil its obligations to its own participants at any time.*
9. *A TR should carefully assess the additional operational risks related to its links to ensure the scalability and reliability of IT and related resources.*

**Principle 21: Efficiency and effectiveness**

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

**Key considerations**

1. *An FMI should be designed to meet the needs of its participants and the markets it serves, in particular, with regard to choice of a clearing and settlement arrangement; operating structure; scope of products cleared, settled, or recorded; and use of technology and procedures.*
2. *An FMI should have clearly defined goals and objectives that are measurable and achievable, such as in the areas of minimum service levels, risk-management expectations, and business priorities.*
3. *An FMI should have established mechanisms for the regular review of its efficiency and effectiveness.*

**Principle 22: Communication procedures and standards**

***An FMI should use, or at a minimum accommodate, relevant internationally accepted communication procedures and standards in order to facilitate efficient payment, clearing, settlement, and recording.***

**Key consideration**

1. *An FMI should use, or at a minimum accommodate, internationally accepted communication procedures and standards.*

**Principle 23: Disclosure of rules, key procedures, and market data**

***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, fees, and other material costs they incur by participating in the FMI. All relevant rules and key procedures should be publicly disclosed.***

**Key considerations**

1. *An FMI should adopt clear and comprehensive rules and procedures that are fully*

**CSA Consultation Paper 91-406 – Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing**

*disclosed to participants. Relevant rules and key procedures should also be publicly disclosed.*

- 2. An FMI should disclose clear descriptions of the system's design and operations, as well as the FMI's and participants' rights and obligations, so that participants can assess the risks they would incur by participating in the FMI.*
- 3. An FMI should provide all necessary and appropriate documentation and training to facilitate participants' understanding of the FMI's rules and procedures and the risks they face from participating in the FMI.*
- 4. An FMI should publicly disclose its fees at the level of individual services it offers as well as its policies on any available discounts. The FMI should provide clear descriptions of priced services for comparability purposes.*
- 5. An FMI should complete regularly and disclose publicly responses to the CPSS-IOSCO Disclosure framework for financial market infrastructures. An FMI also should, at a minimum, disclose basic data on transaction volumes and values.*

## 6.2.2 Publication

Aucune information.