

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Avis de consultation

Projet de Règlement modifiant le Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites et concordants

(Voir section 3.2. du présent bulletin)

Document de consultation 95-401 des ACVM - Exigences de marges et de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale

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

- 95-401 des ACVM - Exigences de marges et de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale.

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 2016**, en s'adressant à :

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

Renseignements additionnels

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

Derek West
Coprésident du Comité des ACVM sur les dérivés
Directeur principal de l'encadrement des dérivés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4491
Courrier électronique : derek.west@lautorite.qc.ca

Le 7 juillet 2016

Canadian Securities Administrators
CSA Consultation Paper 95-401
Margin and Collateral Requirements for Non-Centrally Cleared
Derivatives

Canadian Securities Administrators' Derivatives Committee
July 7, 2016

CSA CONSULTATION PAPER 95-401
MARGIN AND COLLATERAL REQUIREMENTS FOR NON-CENTRALLY
CLEARED DERIVATIVES

Table of Contents

EXECUTIVE SUMMARY	4
PART 1 – INTRODUCTION	12
PART 2 – SCOPE OF DERIVATIVES	14
Physical FX	14
Contracts and instruments excluded under local product determination rules	15
PART 3 – SCOPE OF ENTITIES	16
PART 4 – MARGIN REQUIREMENTS	17
Initial margin	17
Calculation of initial margin	19
Standards for quantitative margining models	21
Other initial margin requirements	23
Variation margin.....	24
Calculation of variation margin	26
Records and documentation	27
Records for margin models and methods.....	27
Trading relationship documentation	27
Dispute resolution	29
PART 5 – ELIGIBLE COLLATERAL	30
Acceptable collateral	30
Concentration limits and avoiding wrong-way risk	32
Records of collateral.....	33
Haircut.....	33
PART 6 – TREATMENT OF COLLATERAL.....	35
Segregation.....	35
Re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral.....	37
PART 7 – EXCLUSIONS, EXEMPTIONS AND SUBSTITUTED COMPLIANCE.....	39
Government and public sector exclusion	39
Intragroup exemption	39

Substituted compliance – Canadian regulations 41

Substituted compliance – foreign regulations 41

PART 8 – PHASE-IN 43

PART 9 – LIST OF QUESTIONS..... 45

Appendix A 47

Appendix B 48

EXECUTIVE SUMMARY

Subsequent to the 2008 financial crisis, the G20 leaders agreed on reforms to the regulation of over-the-counter (OTC) derivatives markets. One element of these reforms, agreed to at the Cannes Summit held in November 2011, was the development of margin standards for non-centrally cleared derivatives.¹ The G20 leaders called on the Basel Committee on Banking Supervision and the International Organization for Securities Commission (jointly, **BCBS-IOSCO**) to develop these standards (**BCBS-IOSCO Standards**) that were published in March, 2015.²

In February 2016 the Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (**OSFI**) published *OSFI Guideline E-22 on Margin Requirement for Non-Centrally Cleared Derivatives (OSFI Guideline)*³ applicable to federally regulated financial institutions (**FRFIs**). FRFIs subject to and complying with the OSFI Guideline⁴ would be relieved from the requirement to comply with the proposals in this consultation paper. Such FRFIs are included in the definition of “covered entity” for the purpose of defining the counterparties with which a covered entity that is not a FRFI would be required to exchange margin.

The following is a summary of the policy recommendations of the Canadian Securities Administrators (**CSA**) Derivatives Committee (the **Committee** or **we**) for minimum margin requirements for non-centrally cleared derivatives. These recommendations are based predominantly on the BCBS-IOSCO Standards and are largely consistent with the OSFI Guideline.

Scope of derivatives

1. Initial and variation margin requirements apply to all OTC derivatives except:
 - (a) in Manitoba and Ontario, derivatives prescribed not to be derivatives or excluded from being prescribed derivatives under Manitoba Securities Commission Rule 91-506 *Derivatives: Product Determination* and Ontario Securities Commission Rule 91-506 *Derivatives: Product Determination*;
 - (b) in Québec, derivatives specified under Québec Regulation 91-506 *respecting Derivatives Determination*;
 - (c) in all other jurisdictions, derivatives excluded from the definition of specified derivative under Multilateral Instrument 91-101 *Derivatives: Product Determination* (with the rules listed in (a) and (b), **local product determination rules**);

¹ G20, *Cannes Summit Final Declaration*,

http://www.g20civil.com/documents/Cannes_Declaration_4_November_2011.pdf

² BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>

³ OSFI, *OSFI Guideline E-22 on Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <http://www.osfi-bsif.gc.ca/Eng/Docs/e22.pdf>

⁴ OSFI would be responsible for monitoring FRFIs' compliance with the OSFI Guideline, given its role as the prudential regulator of FRFIs.

- (d) derivatives cleared through a central counterparty.
2. Derivatives that are physically settled foreign exchange (FX) forwards and FX swaps would be excluded from initial margin requirements. Where the derivative is a cross-currency swap that includes a fixed physically settled FX component, the initial margin requirement would only apply to the interest rate component. Variation margin requirements would still apply to all FX derivatives including all components of cross-currency swaps.

Scope of entities

3. The requirement to exchange margin would apply where both counterparties to a non-centrally cleared derivative are covered entities. A covered entity would be defined as a financial entity with an aggregate month-end average notional amount under all outstanding non-centrally cleared derivatives above \$12 000 000 000⁵ excluding derivatives with affiliated entities benefitting from the intragroup exemption.

Margin requirements

4. Covered entities would be required to exchange initial margin and deliver variation margin.
5. Initial margin would be required to be calculated using either a quantitative margining model or a standardized schedule prescribed by the CSA. A covered entity would be required to choose between using a quantitative margining model and following the prescribed standards, and should not “cherry pick” between a quantitative margining model or the standardized schedule for each class of derivatives⁶ to achieve favourable margin outcome.
6. Covered entities would be required to ensure that the quantitative margining model has been independently certified and calibrated to meet a single-tailed 99% confidence interval over a 10-day close-out period valuation for each class of derivatives to which the covered entity is a party.
7. Covered entities that use a certified quantitative margining model would be required to have the model recalibrated and independently reviewed⁷ at least annually.

⁵ All dollar amounts referenced in this consultation paper are in Canadian dollars unless stated.

⁶ A class of derivatives includes derivatives of similar characteristics. For example, “interest rate swap” or “crude oil forward” are each considered a class of derivatives.

⁷ An independent review could be conducted by the audit or risk control units of the covered entity as long as they are sufficiently independent from the unit or units responsible for derivatives trading activity and the developer of the model.

8. Covered entities would be required to calculate and call initial margin by the end of the second business day following the execution of a transaction and recalculate and call it daily thereafter.
9. Covered entities would not be required to exchange initial margin if the total amount of initial margin required to be delivered by the covered entities under all outstanding non-centrally cleared derivatives, determined on a consolidated group basis, is not more than \$75 000 000 (**the \$75 000 000 threshold**). Covered entities would only be required to exchange the initial margin that is over and above \$75 000 000.
10. Covered entities would be required to exchange initial margin exceeding \$75 000 000 (subject to the \$750 000 transfer threshold discussed below) on a gross basis by the end of the second business day following the day the initial margin is called.
11. Covered entities would be required to calculate variation margin based on an appropriate valuation method. Where recently transacted price data from independent sources is available, covered entities would be expected to determine the valuation using a mark-to-market method. Covered entities would be permitted to use independently certified alternative methods to value derivatives when price data is unreliable or unavailable.
12. Covered entities would be required to calculate and call variation margin by the end of the second business day after the execution of a transaction and recalculate and call it daily thereafter.
13. Covered entities would not be required to deliver initial or variation margin if the sum of the initial and variation margin required to be delivered by the covered entity is less than \$750 000 (**the \$750 000 transfer threshold**). However, where the amount to be delivered is more than \$750 000, a covered entity would be required to deliver the entire amount of margin that is payable.
14. Each covered entity would be required to deliver variation margin in an amount sufficient to fully collateralize the mark-to-market (or mark-to-model) value of the derivative, subject to the \$750 000 transfer threshold, by the end of the second business day following the day the variation margin is called.
15. Covered entities would be required to negotiate and enter into an agreement with each of their counterparties that are also covered entities. The agreement would establish the rights and obligations of the covered entities in relation to key aspects of their relationship including: the methodology used to calculate margin, exchange of variation margin, exchange of initial margin – including risk offsets, acceptable collateral and haircut imposed

on collateral, terms of re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral, segregation or custodian arrangements and the process to resolve defaults.

16. Covered entities would be required to establish dispute resolution procedures with all their counterparties that are also covered entities. The dispute resolution procedures should include a process to determine, resolve and escalate disputes relating to both initial and variation margin. Covered entities would be required to exchange and transfer at least the undisputed amount while resolving a dispute.

Eligible collateral

17. Consistent with BCBS-IOSCO Standards and the requirements of foreign regulatory authorities, assets to be delivered as collateral should:
- (a) be highly liquid;
 - (b) after accounting for an appropriate haircut, be able to hold their value in a time of financial stress; and
 - (c) have quoted prices that are reasonably accessible to the public to allow counterparties to value the asset.
18. These assets should include but would not be limited to:
- (a) cash (in the form of money credited to an account or similar claims for the repayment of money, such as certificates of deposit or comparable instruments issued by a covered entity);
 - (b) gold;
 - (c) debt securities issued by or guaranteed by the Government of Canada or the Bank of Canada or the government of a province or territory of Canada;
 - (d) debt securities issued and fully guaranteed by the Bank for International Settlements, the International Monetary Fund or a multilateral development bank with a rating of at least BB-;
 - (e) debt securities issued by foreign governments [guaranteed by the revenues of those governments] with a rating of at least BB-;
 - (f) debt securities issued by corporate entities with a rating of at least BBB-;
 - (g) equities included in major Canadian stock indices;
 - (h) mutual funds, where:
 - (i) a price for the fund's units is publicly quoted daily; and
 - (ii) the mutual fund is limited to investing in the assets above.
19. To facilitate transactions involving non-Canadian counterparties, covered entities would be permitted to post and receive foreign assets that are equivalent to the Canadian assets listed as eligible collateral.

20. Covered entities would be required to establish and maintain internal policies and procedures to manage collateral exposure and concentration limits for collateral received as margin, including to avoid wrong-way risks.
21. Covered entities would be required to apply appropriate haircuts, calculated using either a certified quantitative haircut model or a standardized haircut schedule, to all collateral received. The method that is adopted by a covered entity should be applied consistently to avoid “cherry-picking”.

Treatment of collateral

22. Covered entities would be required to segregate collateral they receive as initial margin from their own assets but would be permitted to commingle collateral received from one counterparty with collateral they have received from other counterparties.
23. Covered entities would be required to maintain records to facilitate the identification and timely return of collateral in the event of a default by the receiving covered entity or liquidation in the event of a default by the posting covered entity. Covered entities would be required to keep separate records in respect of each posting counterparty.
24. Covered entities would not be required to hold received collateral at a third party custodian. However, covered entities receiving collateral would be required to provide the posting counterparty with the option to have the posted collateral held at a third party custodian.
25. Collateral received as initial margin should only be re-hypothecated, re-used or re-pledged to fund a back-to-back hedge of the derivative position of the collateral posting covered entity. The re-hypothecating, re-using or re-pledging of collateral should only occur once so that a party that receives re-hypothecated collateral may not re-hypothecate the collateral again.

Exclusions, exemptions and substituted compliance

26. The counterparties below would be excluded from the application of these margin requirements:
 - (a) the government of Canada, the government of a jurisdiction of Canada or the government of a foreign jurisdiction;
 - (b) a crown corporation for which the government of the jurisdiction where the crown corporation was constituted is responsible for all or substantially all the liabilities;
 - (c) an entity wholly owned by one or more governments, referred to in paragraph (a), that are responsible for all or substantially all the liabilities of the entity;
 - (d) the Bank of Canada or a central bank of a foreign jurisdiction;
 - (e) the Bank for International Settlements;
 - (f) the International Monetary Fund.

27. A derivative would be excluded from these margin requirements where both parties to the derivative are affiliated entities, if:
- (a) both entities are prudentially supervised on a consolidated basis; or
 - (b) financial statements for both entities are prepared on a consolidated basis in accordance with “accounting principles” as defined in *Regulation 52-107 respecting Acceptable Accounting Principles and Auditing Standards*.⁸
28. Covered entities that are not FRFIs, satisfy these margin requirements if they enter into a derivative with a FRFI that is subject to the OSFI Guideline and they exchange margin for that derivative in accordance with the OSFI Guideline.
29. Covered entities entering into a derivative with a foreign counterparty that is a covered entity but not a local counterparty and is subject to and complies with rules imposed by a regulatory authority in the foreign counterparty’s home jurisdiction that are assessed to be equivalent to these margin requirements and meet the BCBS-IOSCO Standards would be relieved from these margin requirements. The counterparties would decide whether the derivative would be subject to these margin requirements or the rules of the foreign counterparty’s home jurisdiction that are assessed to be equivalent to these margin requirements.

Phase-in

30. The Committee would establish a phase-in timeline adapted from the phase-in timeline in the BCBS-IOSCO Standards when publishing the proposed regulation.

⁸ CSA, *Regulation 52-107 respecting Acceptable Accounting Principles and Auditing Standards*, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-107/2016-04-30/2016avril30-52-107-officielle-en.pdf>

COMMENTS AND SUBMISSIONS

The Committee invites participants to provide input on the issues outlined in this consultation paper. You may provide written comments in hard copy or electronic form. The comment period expires September 6, 2016.

The Committee will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) and the Ontario Securities Commission (www.osc.gov.on.ca). Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Please address your comments to each of the following:

Alberta Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick)
 Manitoba Securities Commission
 Nova Scotia Securities Commission
 Ontario Securities Commission

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

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

Robert Blair, Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto, Ontario
 M5H 3S8
 Fax: 416-593-2318
 E-mail: comments@osc.gov.on.ca

Questions

Please refer your questions to any of:

Kevin Fine
 Co-Chairman, CSA Derivatives Committee
 Director, Derivatives Branch
 Ontario Securities Commission
 416-593-8109
kfine@osc.gov.on.ca

Derek West
 Co-Chairman, CSA Derivatives Committee
 Senior Director, Derivatives Oversight
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, ext. 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Michael Brady
Manager, Derivatives Branch
British Columbia Securities Commission
604-899-6561
mbrady@bcsc.bc.ca

Martin McGregor
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403-355-2804
martin.mcgregor@asc.ca

Liz Kutarna
Deputy Director, Capital Markets
Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
306-787-5871
liz.kutarna@gov.sk.ca

Paula White
Manager Compliance and Oversight
Manitoba Securities Commission
204-945-5195
paula.white@gov.mb.ca

Wendy Morgan
Senior Legal Counsel, Securities
Financial and Consumer Services Commission
(New Brunswick)
506-643-7202
wendy.morgan@fcnb.ca

Abel Lazarus
Securities Analyst
Nova Scotia Securities Commission
902-424-6859
lazaruah@gov.ns.ca

PART 1 – INTRODUCTION

At the G20 Cannes Summit of November 2011, finance ministers committed to the development of margin requirements for non-centrally cleared derivatives as part of the G20 reforms to enhance the stability of the international financial system. To this end, the Basel Committee on Banking Supervision and the International Organization of Securities Commissions collaborated to develop standards on margin requirements for non-centrally cleared derivatives. The BCBS-IOSCO report, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives* was published in September 2013⁹ and a revised version was published in March 2015.¹⁰ This establishes the international standards relating to margin and collateral requirements for non-centrally cleared derivatives.

In response to the BCBS-IOSCO Standards, major jurisdictions published draft proposals or regulations on margin and collateral requirements for non-centrally cleared derivatives. These include:

- (a) In Europe, the Joint Committee of the European Supervisory Authorities (**ESAs**) published *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012* in April 2014¹¹ which was republished for a second consultation in June 2015.¹² The ESAs published the *Final draft technical standards on margin requirements for non-centrally cleared derivatives* in March 2016.¹³
- (b) In the United States, the Office of Comptroller of Currency, the Board of Governors of the Federal Reserve System, the Federal Deposit Insurance Corporation, the Farm Credit Administration and the Federal Housing Finance Agency (jointly, **US Federal Agencies**) published the final rule¹⁴ and interim final rule,¹⁵ *Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities* in October 2015.

⁹ BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <http://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf>

¹⁰ BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>

¹¹ ESAs, *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012*, [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/655149/JC+CP+2014+03+\(CP+on+risk+mitigation+for+OTC+derivatives\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/655149/JC+CP+2014+03+(CP+on+risk+mitigation+for+OTC+derivatives).pdf)

¹² ESAs, *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012*, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1106136/JC-CP-2015-002+JC+CP+on+Risk+Management+Techniques+for+OTC+derivatives+.pdf>

¹³ ESAs, *Final draft technical standards on margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-publish-final-draft-technical-standards-margin-requirements-non-centrally>

¹⁴ US Federal Agencies, *Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities; Final Rule*, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-11-30/pdf/2015-28671.pdf>

¹⁵ US Federal Agencies, *Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities; Interim Final Rule*, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-11-30/pdf/2015-28670.pdf>

- (c) Also in the US, the Commodity Futures Trading Commission (CFTC) published the final rule, and an interim final rule, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants* in December 2015.¹⁶
- (d) In Singapore, the Monetary Authority of Singapore published *Policy Consultation on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives* in October 2015.¹⁷

In Canada, the Committee was tasked to develop regulations to meet the G20 commitments and has worked closely with the Bank of Canada, OSFI and the Department of Finance Canada as part of the Canadian inter-agency OTC Derivatives Working Group (**OTC Derivatives Working Group**). The jurisdictions participating in the Committee published *CSA Consultation Paper 91-401 on Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada* in November 2010¹⁸ (**Consultation Paper 91-401**). It contained high-level proposals to regulate OTC derivatives in Canada, addressing each element in the G20 commitments, including margin and collateral requirements for non-centrally cleared derivatives. We received eighteen comment letters. Generally, commenters were concerned about the impact of margin and collateral requirements on costs and liquidity. However, several commenters were supportive of a risk-based approach and agreed that collateral requirements should be imposed on entities in accordance with the risks they assume. In addition, some commenters indicated that collateral requirements for non-centrally cleared derivatives be beneficial as it would encourage the use of central counterparty clearing.

The Committee believes that the exchange of initial margin can be an effective way to protect counterparties to non-centrally cleared derivatives from potential exposure during the time it takes to closeout and replace the position in the event of a counterparty default. The Committee also believes that variation margin should be sufficient to mitigate the risk resulting from ongoing changes in the value of a derivative. Together, initial margin and variation margin requirements for non-centrally cleared derivatives will serve to reduce counterparty risk and systemic risk. The amount of initial margin and variation margin that will be required to be delivered will generally reflect the higher risks of non-centrally cleared derivatives compared to those that are centrally cleared and thus, promote the use of central counterparty clearing.

In developing these margin requirements, the Committee has consulted with members of the OTC Derivatives Working Group and has considered the BCBS-IOSCO Standards as well as proposals from other major jurisdictions. The Committee will continue to monitor and review

¹⁶ CFTC, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participant*, <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister121615.pdf>

¹⁷ MAS, *Policy Consultation on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives*, <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2015/MAS-Consults-on-Margin-Requirements-for-NonCentrally-Cleared-OTC-Derivatives.aspx>

¹⁸ CSA, *CSA Consultation paper 91-401 on Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada*, https://www.bcsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy9/PDF/94-101_Consultation_Paper/

developments and proposals with respect to margin requirements in other jurisdictions. The Committee's proposals in this consultation paper are intended to be largely harmonized with the OSFI Guideline.

This consultation paper is the Committee's initial step in developing a regulation relating to minimum margin requirements for non-centrally cleared derivatives in Canada. Counterparties will always be able to exchange margin in amounts that exceed these minimum requirements and agree to exchange initial margin and deliver variation margin where these requirements do not apply. This consultation paper outlines a proposal for a framework that would establish:

- (a) the scope of derivatives and derivatives market participants that would be subject to the requirements;
- (b) requirements to exchange initial margin and deliver variation margin;
- (c) the mechanism to calculate margin and collateral required for derivatives that are not cleared through a clearing agency that acts as a central counterparty;
- (d) categories of eligible collateral;
- (e) procedures for the control, treatment and protection of collateral pledged to counterparties;
- (f) requirements to have a process for dispute resolution;
- (g) substituted compliance where a transaction involves an entity that is subject to equivalent requirements;
- (h) exclusions for certain entities and categories of derivatives from these margin requirements.

PART 2 – SCOPE OF DERIVATIVES

In determining the scope of derivatives that would be subject to these proposed margin requirements, we intend to capture all non-centrally cleared derivatives, in a manner that is consistent with international standards, given that derivatives often trade across national borders. This would aid in the application of the margin requirements and substituted compliance for cross-border transactions. It would also provide derivatives market participants with clarity and certainty when they negotiate and enter into derivatives contracts. In this regard, subject to the exclusions discussed below, we propose to apply these margin requirements to all OTC derivatives that are not cleared through a central counterparty.

Physical FX

The BCBS-IOSCO Standards recommend that margin requirements be applied to all non-centrally cleared derivatives, excluding physically settled FX forwards and FX swaps

(collectively, **physical FX**).¹⁹ Rules and proposals published by the foreign regulatory authorities are consistent with the BCBS-IOSCO Standards in excluding physical FX from margin requirements.

The Committee has further considered the treatment of physical FX in the BCBS-IOSCO Standards and foreign proposals. The Committee has noted that it is currently standard market practice for counterparties to exchange variation margin, but not initial margin, when transacting in physical FX. The exchange of variation margin is in accordance with standards established by BCBS's *Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions*²⁰ (**BCBS Guidance**). The BCBS Guidance has addressed the need for variation margin in physically settled FX trades. Based on this consideration, and to maintain consistency with rules and proposals from other regulatory authorities, we propose to exclude physical FX from the application of initial margin requirements. For fixed physically settled cross-currency swaps, the requirement to exchange initial margin would apply only to the interest rate component. Variation margin requirements would still apply to all FX derivatives including all components of cross-currency swaps.

Contracts and instruments excluded under local product determination rules

We believe that these margin requirements should apply to the same contracts and instruments that are subject to other OTC derivatives rules in Canada. The statutory definition of “derivative” in each CSA jurisdiction is broad and captures numerous types of contracts and instruments that have not traditionally been considered derivatives. The Committee believes that Canadian OTC derivatives rules should not apply to certain contracts and instruments that are captured in the broad statutory definitions of “derivative”. To achieve this consistency, we propose that these margin requirements apply to all non-centrally cleared derivatives except the products excluded by the local product determination rules. References to “derivative” throughout this consultation paper should be read to exclude the products excluded by the local product determination rules.

Question

1. Central counterparties that are not recognized or exempted from recognition as a clearing agency or a clearing house in a jurisdiction of Canada may have margining standards that are not equivalent to local requirements, potentially weakening the risk-mitigation objective of central clearing. Should counterparties be required to post margin for derivatives that are cleared on clearing agencies or clearing houses that are not recognized or exempt from recognition in a jurisdiction of Canada? Please explain.

¹⁹ BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <https://www.bis.org/bcbs/publ/d317.pdf>

²⁰ BCBS, *Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions*, <http://www.bis.org/publ/bcbs241.pdf>

PART 3 – SCOPE OF ENTITIES

The BCBS-IOSCO Standards recommend that the margin requirements apply to non-centrally cleared derivatives between two counterparties that are each either a financial firm or a systemically important non-financial firm. Rules and proposals from foreign regulatory authorities have similarly restricted the scope of their requirements to apply only to financial entities and systemically important non-financial entities.

IOSCO observes that many key participants in non-centrally cleared derivatives are highly interconnected financial firms.²¹ This interconnectedness heightens systemic risk through the contagion effect should a financial firm default. Since a primary reason for margin requirements is to address counterparty risk, and thus indirectly systemic risk, we consider it prudent to impose margin requirements on financial entities that are local counterparties.

We propose that “financial entity” be defined to include cooperative credit associations, central cooperative credit societies, banks, loan corporations, loan companies, trust companies, trust corporations, insurance companies, treasury branches, credit unions, caisses populaires, financial services cooperatives, pension funds, investment funds, and any person or company that is subject to registration or exempted from registration under securities legislation of a jurisdiction of Canada, in any registration category, as a result of trading in derivatives.

We intend to require the exchange of initial and variation margin for non-centrally cleared derivatives where both the counterparties are covered entities. We propose to define a covered entity as a financial entity whose aggregate month-end average notional amount outstanding²² in non-centrally cleared derivatives, calculated on a corporate group²³ basis, excluding intragroup transactions²⁴, exceeds \$12 000 000 000 (**the \$12 000 000 000 threshold**). We note that financial entities below the \$12 000 000 000 threshold may attract higher capital requirements in forthcoming rules for having non-centrally cleared derivatives that are not collateralized, despite not being subject to these margin requirements.

To determine whether a financial entity is a covered entity, its aggregate month-end average notional amount outstanding would be calculated for the months of March, April and May of each year. If this amount exceeds the threshold, the financial entity would be considered a covered entity for 1 year, beginning from September 1 of that year to August 31 the following

²¹ IOSCO, *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD469.pdf>

²² The calculation of aggregate month-end average notional in non-centrally cleared derivatives would include physical FX but exclude intragroup derivatives.

²³ Investment funds that are managed by a portfolio manager or a portfolio adviser are considered distinct entities that are treated separately when applying the threshold as long as the funds are distinct legal entities that are not collateralized or otherwise guaranteed or supported by other investment funds, the portfolio manager or portfolio adviser in the event of insolvency or bankruptcy.

²⁴ This exemption is further explained in Part VII.

year. If the financial entity's aggregate month-end average notional amount outstanding for the months of March, April and May does not exceed the threshold, it would not be a covered entity for 1 year beginning on September 1 of that year.

An entity ceases to be a covered entity on September 1 of the year if its aggregate month-end average notional amount outstanding calculated for the months of March, April and May falls below the \$12 000 000 000 threshold. In such a situation, all existing non-centrally cleared derivatives of that entity will no longer be subject to these margin requirements.

PART 4 – MARGIN REQUIREMENTS

Initial margin

The exchange of initial margin is a key tool to mitigate the risk that the default of a derivatives market participant could adversely impact Canadian financial markets in a material way. It ensures that counterparties have sufficient collateral to address the risk of potential losses that could reasonably occur during the time it takes to closeout and replace the derivative, should their counterparty default. The BCBS-IOSCO Standards recommend that the requirement to exchange initial margin only apply to covered entities with an aggregate month-end average notional amount above the stipulated phase-in threshold, and they require that the exchange of initial margin be determined on a gross basis. They further recommend that a minimum threshold on a consolidated group basis of not more than €50 000 000 must be exceeded before initial margin be required to be exchanged. Other foreign regulatory authorities have adopted the BCBS-IOSCO Standards using that threshold and phase-in thresholds converted to their local currencies.

The Committee understands that the concept behind exchanging initial margin is a “defaulter pays” safeguard. It ensures the surviving counterparty has sufficient collateral from the defaulting counterparty to fulfil the defaulting counterparty's financial obligations under all derivatives with the surviving counterparty. This protects the non-defaulting counterparty from potential future exposure arising from the default. The Committee is cognizant of the fact that, to meet on-going initial margin requirements, demand on high-quality collateral in Canada will increase. This may result in a significant impact on the availability, price and liquidity of high-quality collateral.

The Committee is conscious of the need to balance the risk-mitigating benefits of exchanging initial margin with the costs arising from increased demand for such collateral resulting from the need to exchange or deliver margin. In consideration of the potential cost and operational burden of complying with the initial margin requirements, we recommend that the requirement to exchange initial margin only apply to transactions where the counterparties to the derivative are

both covered entities. Thus, the exchange of initial margin would not apply to non-centrally cleared derivatives where one of the counterparties is not a covered entity.

The Committee is also of the view that the introduction of a minimum threshold that is aligned with international standards, rules and proposals would help to achieve an appropriate balance of the risk-mitigating benefits of exchanging initial margin and the costs associated with the demand for high-quality collateral. Such a minimum threshold would reduce the overall demand for collateral as the two covered entities would not be required to exchange initial margin if the amount due is below the minimum threshold. We recommend that the requirement to exchange initial margin be subject to a minimum threshold on a consolidated group basis of not more than \$75 000 000. The allocation of the \$75 000 000 threshold should be determined by the counterparties on a consolidated group basis by aggregating the total exposure among all affiliated entities. If the amount of initial margin a covered entity owes is in excess of \$75 000 000, it would be required to deliver the amount that exceeds the \$75 000 000 threshold (subject to a minimum transfer threshold, discussed below) even if its counterparty is below the \$75 000 000 threshold.

The Committee is of the view that the exchange of initial margin on a net basis would diminish the benefits of exchanging initial margin. Netting of initial margin would reduce the amount of margin to be exchanged, which may not be commensurate with the risk relating to the outstanding non-centrally cleared derivatives between the counterparties. Therefore, we recommend that initial margin be exchanged on a gross basis between covered entities.

To illustrate, suppose a covered entity A has three affiliates A_1 , A_2 and A_3 . Each affiliate separately enters into non-centrally cleared derivatives with another covered entity B. Assume the initial margin is calculated to be \$20 000 000 for each affiliate. The initial margin on a consolidated group basis for A would be \$60 000 000, which is less than the \$75 000 000 threshold. In this case, A_1 , A_2 and A_3 would not be required to exchange initial margin with B. Further, suppose A_2 enters into additional non-centrally cleared derivatives with B. The resulting initial margin for A_2 has increased to \$50 000 000. The sum of initial margin on a consolidated group basis for A is now \$90 000 000 (\$20 000 000 + \$50 000 000 + \$20 000 000). As a result, a total initial margin amount of \$15 000 000, which represents the difference between the initial margin calculated and the \$75 000 000 threshold (\$90 000 000 – \$75 000 000), would be required to be exchanged between A_1 , A_2 and A_3 and B.

To avoid the accumulation of initial margin owing between the covered entities, initial margin should be calculated and exchanged regularly. The Committee notes the requirements for the calculation and exchange of initial margin under the OSFI Guideline. We believe it will cause unnecessary burden and confusion to impose different requirements on covered entities, given that covered entities are likely to transact with entities subject to OSFI Guideline. Thus, we

intend to harmonize our requirements for the calculation and exchange of initial margin for covered entities with the corresponding requirements in the OSFI Guideline.

We propose to require that initial margin be calculated and called within two business days following the day on which a derivative is entered into, assigned, sold or otherwise acquired and recalculated and called daily thereafter. We further propose that initial margin amounts be exchanged (subject to the \$750 000 transfer threshold described in the Variation margin section) within two business days following the day the initial margin was called.

To further harmonize these margin requirements with the OSFI Guideline, the Committee proposes that covered entities not be required to post initial margin for derivatives with no (i.e. zero) counterparty risk and be permitted to exclude those derivatives from the initial margin calculation. For example, the seller of an option who has collected the option premium in full may exclude the option position when calculating initial margin.

Calculation of initial margin

The standards governing the methods for calculating initial margin are intended to ensure counterparty risk exposures are covered with a high degree of statistical confidence. To that end, foreign regulatory authorities require, or proposed to require, the use of either a standardized schedule, such as the standardized schedule in the BCBS-IOSCO Standards, or appropriate quantitative margining models to calculate initial margin. These foreign regulatory authorities do not permit counterparties to switch between using the relevant standardized schedule and using a quantitative margining model.

Foreign rules and proposals also require counterparties to have robust dispute resolution protocols in place in case the counterparties cannot reach an agreement on initial margin amounts. For each derivative subject to initial margin requirements under the foreign regulatory rules or proposals, the counterparties must have contractual provisions in place that dictate how disputes relating to the calculation of initial margin will be resolved.

The Committee understands that covered entities will have different levels of sophistication and resources, and that covered entities may differ significantly in their non-centrally cleared derivatives activities. These factors will likely dictate the capabilities of a covered entity in calculating and managing initial margin. Given this, imposing a single initial margin calculation method on all covered entities may not result in the most efficient or cost effective outcome for all covered entities and may not be the most effective way to mitigate the risk of default by a particular covered entity. The Committee believes that a covered entity should retain some flexibility in determining the most suitable method, in the context of its own situation, to calculate initial margin.

The standardized schedule offers a straight-forward method for calculating initial margin. It allows for greater transparency in initial margin calculations, but is less sensitive to risks associated with a portfolio of non-centrally cleared derivatives. Relatively smaller covered entities, with fewer resources to manage or use other more sophisticated and resource-intensive methods, may find the use of a standardized margin schedule attractive.

However, more sophisticated covered entities may opt to use quantitative margining models to calculate initial margin. These models may account for the benefits of hedging, diversification and risk offsets. Quantitative margining models can assign a higher level of risk sensitivity to different non-centrally cleared derivatives within a portfolio. These models are generally complex and costly to manage, but often result in margin calculation that more specifically reflect the risks arising under a particular derivative. Quantitative margining models are often proprietary, internally developed and highly dependent on their parameters and inputs, and are calibrated to the particular covered entity. As such, initial margin calculations using these models are arguably less transparent than calculations made using the standardized schedule.

The use of proprietary quantitative margining models, or even third-party developed quantitative margining models, by different covered entities could result in a proliferation of different quantitative margining models. The Committee believes it is important to ensure these different quantitative margining models meet certain baseline requirements. These baseline requirements should be consistent with the BCBS-IOSCO Standards and should, at a minimum, ensure that the quantitative margining models:

- (a) are sound, and use consistent parameters and inputs;
- (b) appropriately account for the various risk categories associated with exposures under different non-centrally cleared derivatives, including foreign exchange risk, interest rate risk, credit risk, equity risk and commodity risk;
- (c) result in appropriate margin levels to address counterparty default risk; and
- (d) avoid sudden and large variations in initial margin requirements resulting from procyclicality.

The use of quantitative margining models may not be suitable for all non-centrally cleared derivatives across different classes of derivatives. Thus, covered entities should have the flexibility to combine the use of quantitative margining models for one class of derivatives and the standardized schedule for another class of derivatives to calculate initial margin. To align these requirements with the international standards, we propose to allow the use of both the standardized schedule (Appendix A) and quantitative margining models. These quantitative margining models could be developed in-house or by third-party vendors.

The use of quantitative margining models or the standardized schedule may yield different initial margin amounts under different market conditions. Covered entities should consistently use either the quantitative margining model or the standardized schedule for each class of

derivatives. Switching between quantitative margining models and the standardized schedule for a class of derivatives would result in inconsistency in initial margin calculations. Covered entities should not “cherry pick” and switch between the use of the standardized schedule and quantitative margining models to obtain favourable margin outcomes. Without valid justification, switching between quantitative margining models and the standardized schedule may not be compliant with the spirit and intent of these margin requirements.

Standards for quantitative margining models

The use of quantitative margining models to determine initial margin requires covered entities to establish and regularly verify parameters such as exposure limits, volatility and assets correlation, and to continuously provide numerous inputs. These parameters and inputs can significantly affect the outcomes of a quantitative margining model. It is therefore important to establish baseline standards and appropriate controls governing the use of quantitative margining models to ensure that initial margin calculations determined by the model meet the regulatory objectives of these margin requirements.

Under the BCBS-IOSCO Standards, quantitative margining models must at the minimum, meet a single-tailed 99% confidence interval over a 10-day close out period. Quantitative margining models must also be calibrated using equally weighted historical data of not more than five years that include a period of extreme financial stress. Such models must be subject to regular validation and recalibration. The BCBS-IOSCO Standards recommend that covered entities be permitted to use only quantitative margining models that have been approved by the relevant supervising authority. Foreign regulatory authorities have imposed or proposed requirements that are consistent with the BCBS-IOSCO Standards for the use of quantitative margining models.

The primary objective of the initial margin requirements is to ensure that each party to a derivative holds sufficient collateral, posted by its counterparty, to cover potential losses under most market conditions, should its counterparty default. The use of quantitative margining models allows the initial margin required for non-centrally cleared derivatives to be tailored to the sensitivity of the exposures under the derivatives and risk profile of the counterparties. Quantitative margining models can also account for the benefits of netting of non-centrally cleared derivatives exposures with a particular counterparty. Depending on the parameters and inputs, a quantitative margining model may result in a calculated initial margin amount that is too low to cushion the surviving counterparty from financial losses. The requirement to meet a single-tailed 99% confidence interval covering a 10-day close out period is intended to ensure that quantitative margining models provide a sufficient initial margin outcome with a high degree of confidence. Consistent with international standards, we propose to require that quantitative margining models meet a single-tailed 99% confidence interval over a 10-day close out period and be calibrated using equally weighted historical data of not less than 1 year and not more than 5 years. In addition, the data should include a period of financial stress.

Quantitative margining models are highly dependent on the parameters and inputs used to calculate sufficient initial margin. In order to ensure the parameters and inputs are appropriate and current, rigorous back testing is required. Back testing will help to ensure that quantitative margining models perform as intended, and are suitable and robust enough to calculate initial margin for non-centrally cleared derivatives under most market conditions. Furthermore, back testing will also highlight any short-falls or limitations of the quantitative margining models and allow for remedial actions to be taken. Thus, we propose to require that quantitative margining models be back tested regularly. We expect covered entities to adhere to industry best practices when testing quantitative margining models.

The Committee believes that requiring that quantitative margining models comply with minimum standards prior to their use is a reasonable means of achieving the policy objectives underlying these margin requirements. Therefore, we propose to require that covered entities ensure that any quantitative margining models they use comply with minimum standards and are calibrated in accordance with these requirements. Compliance with the specified minimum standards and calibration results would be required to be certified by an independent third-party auditor prior to use.

As the parameters and inputs used for testing a quantitative margining model are specific to a particular covered entity, the certification of the quantitative margining model would be specific to that covered entity only. A quantitative margining model that is certified for use by one covered entity to calculate initial margin would not be available to be used by any other covered entity without it being also certified for that other covered entity's use. Also, to prevent "cherry picking" between a certified quantitative margining model and the standardized schedule (Appendix A), a covered entity would be required to notify and provide justification to the securities regulatory authority for any switching between the two methods of calculating initial margin.

Another element to ensure that quantitative margining models are performing as intended is to confirm that the models' parameters and inputs reflect current market conditions. As market conditions change, quantitative margining models may result in initial margin amounts that are insufficient to address the level of risks arising under a particular derivative. Regular recalibration and review of quantitative margining models will ensure that models reflect mid-term trends and remain appropriate. To that end, we propose to require that covered entities recalibrate and review their certified quantitative margining models at least annually. The annual review would be required to be conducted by audit or risk control units that are independent from the covered entity's business or derivatives trading units and the developer of the quantitative margining model. A covered entity would be required to immediately rectify any material deficiency discovered during the review process.

Questions

2. Please describe any significant concerns with requiring covered entities to obtain a certification report from an independent third-party auditor on the quantitative margining models and the test results.
3. Should there be a minimum amount of data from a stressed financial period included in the back testing of quantitative margining models? What should this amount be (in percentage)?

Other initial margin requirements

An element in calculating initial margin within a derivatives portfolio is the ability to account for risk offsets²⁵ from diversification and hedging. Risk offsets within reasonable boundaries, can reduce the overall amount of initial margin required while preserving the risk mitigating effect of posting initial margin. The BCBS-IOSCO Standards and foreign regulatory authorities allow for risk offsets when calculating initial margin within the same category of well-defined underlying asset class. In order to benefit from risk offsets, the derivatives must be subject to the same legally enforceable netting agreement²⁶.

The Committee subscribes to the importance of requiring an initial margin amount that reflects the risk exposure of the non-centrally cleared derivatives. To the extent that risk offsets under a controlled setting will assist in achieving that objective, we propose to permit accounting for risk offsets in the calculation of initial margin. Covered entities would be permitted to use quantitative margining models that account for risk offsets within the same, well-defined underlying asset class such as currency, interest rate, credit, equity and commodity, but not across asset classes. Covered entities would be required to ensure that the same legally enforceable netting agreement is in place covering the derivatives before implementing initial margin calculations that account for risk offsets.

The Committee believes that the benefits from risk offsets should not be restricted to covered entities using quantitative margining models. Covered entities should be permitted to account for risk offsets in calculating required initial margin amounts when using the standardized schedule. This would help reduce the potential for a large disparity in required initial margin amounts calculated by a quantitative margining model as opposed to using the standardized schedule. Consistent with the BCBS-IOSCO Standards and foreign rules and proposals, we propose that risk offsets of non-centrally cleared derivatives within the same underlying asset class under the same legally enforceable netting agreement using the standardized schedule be calculated

²⁵ Risk offset means the netting out of offsetting exposures between the counterparties.

²⁶ See sub-section Netting agreement

according to:

$$\text{Initial Margin} = 0.4 \times \text{Gross Initial Margin} + 0.6 \times \text{Net-to-gross Ratio} \times \text{Gross Initial Margin}$$

Gross initial margin is the sum of the notional values of the relevant non-centrally cleared derivatives multiplied by the appropriate initial margin required in the standardized schedule. The net-to-gross ratio is the fraction of the net current replacement cost of the portfolio over the gross current replacement cost of the portfolio. It is an acceptable standard established under bank capital regulations to adjust for the effect of netting.²⁷ For example, assume a portfolio that consists of two non-centrally cleared derivatives between two covered entities A and B. In this example, the mark-to-market value for the first derivative results in A being owed \$100 by B and the mark-to-market value for the second derivative results in A owing B \$60. The gross current replacement cost is \$100 while the net current replacement cost is \$40 (\$100 - \$60). The net-to-gross ratio is 0.4 (\$40 ÷ \$100).

We propose that these margin requirements apply to all new derivatives²⁸ entered into by covered entities after these margin requirements become effective. Non-centrally cleared derivatives entered into before these margin requirements become effective (i.e., pre-existing non-centrally cleared derivatives) would not be subject to these margin requirements.

Question

4. Are there situations when margin requirements should be imposed on pre-existing non-centrally cleared derivatives?

Variation margin

The OTC derivatives market is dynamic, and the value of a derivative can change substantially over time. These changes may result in an accumulation of current losses for a counterparty. The Committee is of the view that regular payment of variation margin will prevent accumulation of current losses. Delivering variation margin also prevents the erosion of initial margin.

²⁷ BCBS, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, www.bis.org/publ/bcbc128d.pdf

²⁸ We consider amendments that are intended to extend existing derivatives for the purpose of avoiding margin requirements as new derivatives. Novation of grandfathered derivatives as well as “new” non-centrally cleared derivatives that result from portfolio compression of grandfathered trades do not qualify as a new derivative. However, new non-centrally cleared transactions resulting from compressions of both grandfathered derivatives and derivatives which are subject to mandatory margin requirements will be subject to these margin requirements. Grandfathered non-centrally cleared derivatives that have been materially amended are subject to margin requirements as new derivatives.

The BCBS-IOSCO Standards recommend that all covered entities, regardless of their derivatives exposure, be required to deliver variation margin, but allows variation margin to not be transferred if the amount is below a minimum transfer amount of both variation margin and initial margin not to exceed €500 000 under all derivatives between the counterparties, determined on a consolidated group basis. Foreign regulatory authorities have also proposed to require covered entities to exchange variation margin, subject to a minimum transfer amount of not more than €500 000, or a comparable amount in the local currency, on a consolidated group basis. The minimum transfer threshold is calculated based on the sum of amounts owing for variation margin and initial margin.

The Committee believes that regular transfers of variation margin maintain covered entities' abilities to meet ongoing financial obligations related to their non-centrally cleared derivatives exposure. Therefore, where the other counterparty is also a covered entity, we propose to require all covered entities to deliver variation margin that fully collateralizes the mark-to-market (or mark-to-model) exposure of the derivative transaction(s) subject to the \$750 000 transfer threshold described below.

We propose to require that variation margin be calculated and called on a net basis within two business days after the execution of a transaction and recalculated and called at least daily thereafter. We further propose that variation margin be delivered within two business days²⁹ from the day it was called.

However, the Committee acknowledges that daily variation margin calculation will likely result in many frequent but relatively small amounts owing between covered entities. It may not be cost effective for covered entities to make many frequent but small transfers of funds or collateral to each other on a daily basis. We propose to permit covered entities to agree with their counterparties that the exchange of collateral, including variation or initial margin, be subject to a transfer threshold of \$750 000 or less. This \$750 000 transfer threshold would apply to the sum of amounts owing by a covered entity for variation margin and initial margin.

The application of this threshold is different from the application of the \$75 000 000 threshold for initial margin. A covered entity would be required to transfer the full amount of initial and variation margin once the sum of the amounts it is required to deliver exceeds the \$750 000 transfer threshold. Under the \$75 000 000 threshold for initial margin, a covered entity is required to transfer only initial margin in excess of \$75 000 000. If the amount owing by one covered entity exceeds the \$750 000 transfer threshold while the other is below, only the covered entity that exceeds the transfer threshold would be required to make the transfer.

²⁹ Variation margin may be delivered before the end of the third business day after the calculation if the counterparty to the trade is not subject to initial margin requirements in their home jurisdiction.

To illustrate this, suppose that covered entities A and B agreed on a transfer threshold of \$750 000. If the sum of amounts owed by A to B for variation margin and initial margin is \$500 000, A would not be required to make the transfer. However, if the sum of amounts owed by A to B for variation margin and initial margin increases to \$800 000, A would be required to transfer the entire \$800 000.

Question

5. Financial entities whose aggregate month-end average notional amount of non-centrally cleared derivatives calculated for the months of March, April and May is less than \$12 000 000 000, excluding intragroup transactions, are not covered entities, and thus are not subject to the variation margin requirement. Is the \$12 000 000 000 threshold appropriate for the variation margin requirement? If not, what should the threshold be?

Calculation of variation margin

Consistent with the BCBS-IOSCO Standards, foreign regulatory authorities require or have proposed to require the use of the mark-to-market valuation method for calculating variation margin. In addition, the CFTC permits the use of an alternative method for calculating variation margin when inputs for the mark-to-market method are unavailable or unreliable.

The mark-to-market method has been widely adopted by foreign regulatory authorities. The mark-to-market method involves a number of inputs, such as price of the derivatives to reflect the current value of the derivatives exposures. However, the results of a mark-to-market valuation will be significantly influenced by the quality, timeliness and reliability of prices used. In that manner, the price used in a mark-to-market valuation will influence the amount of variation margin required to be exchanged between the covered entities. To promote transparency and minimize disputes, we propose to require that calculation of variation margin be made according to the mark-to-market valuation method where timely and reliable data is readily available to value the derivative. The prices used in the mark-to-market valuation for calculating variation margin where practicable would be required to be based on relevant recent transactions and provided by an independent third-party.

Some OTC derivatives trade infrequently and are considered illiquid. Thus, reliable price data may not be readily available. Exposures to illiquid non-centrally cleared derivatives may result in heightened risks of accumulated losses if the covered entities cannot reliably calculate variation margin. Therefore, we believe it is important to permit the use of alternative methods of valuing illiquid non-centrally cleared derivatives exposure to calculate variation margin where timely and reliable valuation data is not readily available. This will reduce the risk of accumulated losses from current exposures to these derivatives, and advance the risk mitigation objectives of these margin requirements.

We propose that covered entities be permitted to use an alternative method for calculating variation margin only when prices for a mark-to-market valuation are unavailable, untimely or unreliable. The alternative method should be certified by an independent third-party auditor prior to use.

We propose to require that the alternative method be recalibrated at least annually using industry best practices. We would also expect that the alternative method be reviewed, at least annually, by audit and risk control units that are independent from the covered entity's business or derivatives trading units and the developer of the alternative method. The review process should include an assessment of the appropriateness of the methodology, and of the reliability of the input sources. A covered entity would be required to rectify any material deficiencies discovered during the review process immediately.

Questions

6. In your view, are there situations in which it would be important to permit the use of an alternative method to calculate variation margin? Please explain.
7. Please describe any concerns with requiring independent third-party certification of an alternative method before its implementation.

Records and documentation

Records for margin models and methods

We propose to require that covered entities maintain all records relating to the calibration, back-testing, independent certification, recalibration and review of quantitative margining models and any alternative methods for calculating variation margin. Such records, including results, findings, recommendations and any changes made to the models or methods as a result thereof should be made available to the securities regulatory authority promptly upon request. Covered entities would also be required to maintain records of the calculation methodology used and daily calculation, and make such records available to the securities regulatory authority when requested. All records should be kept for 7 years.

Trading relationship documentation

Agreement

It is common practice for counterparties to non-centrally cleared derivatives to rely on clauses in their agreements to establish obligations relating to the valuation, exchange of collateral and close-out netting during a default. Proper documentation of these obligations provides legal certainty and facilitates counterparty risk management.

Moreover, IOSCO recommends that counterparties negotiate and document their trading relationships prior to entering into non-centrally cleared derivatives.³⁰ Such documentation should clearly establish both the rights and obligations of the counterparties to the non-centrally cleared derivatives to provide certainty.

Despite documentation of the trading relationship and the rights and obligations of the counterparties, disputes may still arise between counterparties. The BCBS-IOSCO Standards recommend the implementation of a robust and rigorous dispute resolution procedure, including agreement between the counterparties on the methods for calculating initial and variation margin, types of acceptable collateral and applicable haircuts on different types of collateral. They further recommend that counterparties take necessary measures to resolve disputes in a timely manner. Some foreign regulatory authorities require or have proposed to require the counterparties to document processes for resolving disputes. These foreign regulatory authorities also require escalation of any unresolved dispute concerning the calculation of margin and valuation of collateral pledged that may affect the exchange or payment of margin.

To minimize the risk of disputes undermining the benefits of these margin requirements, we propose that covered entities be required to enter into a written agreement documenting the material terms and conditions of any non-centrally cleared derivative. The agreement should be maintained and regularly reviewed to ensure its terms are current and accurate. The agreement should clearly establish the rights and obligations of the covered entities in relation to:

- (a) the law governing the agreement between the counterparties and the non-centrally cleared derivatives under the agreement;
- (b) if applicable, netting of bilateral positions for calculating margin payments and obligations;
- (c) process, methodology, parameters and inputs in determining derivatives valuations from execution to termination, maturity or expiration;
- (d) arrangements for payment of variation margin and exchange of initial margin;
- (e) acceptable collateral and haircuts on different collateral, including any applicable conditions such as: concentration limits, credit rating, etc.;
- (f) terms of re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral;
- (g) types of segregation or custodian arrangements for collateral and fees relating to such arrangements;
- (h) if applicable, arrangements for close-out netting of positions in a default.

³⁰ IOSCO, *Risk Mitigation Standards for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD469.pdf>

Netting agreement

We propose to require each covered entity to have a legally enforceable netting agreement in place with its counterparty prior to taking advantage of risk offsets in the calculation of initial margin. The netting agreement could form part of the agreement discussed above, or could be a stand-alone agreement. In either case, the netting agreement should cover the specific derivatives for which risk offsets are taken into account in calculating initial margin.

In the event when a covered entity transact with a counterparty from a jurisdiction where the netting agreement is not legally enforceable, the covered entity should collect variation margin on a gross basis. The covered entity could however, post variation margin in accordance with the netting agreement.

The Committee expects a netting agreement between two covered entities to meet the following requirements:

- (a) be a written agreement that creates an enforceable obligation, covering all derivatives subject to risk offsets for calculating margin;
- (b) would result in only one obligation to make or take payment based on the sum of the positive and negative mark-to-market values of all of the derivatives with the counterparty in the event the counterparty fails to perform;
- (c) does not allow a non-defaulting covered entity to make only limited payments, or no payments, to the estate of the defaulting covered entity, even if the defaulting covered entity is a net creditor.

Covered entities would be required to have procedures to review and ensure enforceability of the netting arrangements in the event of a change in relevant law.

Dispute resolution

Despite an agreement being negotiated and documented at the outset of the relationship, disputes may still arise between covered entities with respect to initial or variation margin, in light of the potential for different methods of valuing non-centrally cleared derivatives and collateral. Unresolved disputes that result in non-centrally cleared derivatives being under-margined or in margin not being exchanged, can undermine the effectiveness of the margin requirements.

In order to mitigate the possibility of a dispute concerning margin amounts, which could potentially undermine the benefits of these margin requirements, we propose that covered entities be required to have written procedures for handling and resolving disputes. Such dispute resolution procedures should be part of the agreement negotiated between the covered entities.

The dispute resolution procedures should cover, at a minimum, the following:

- (a) how to determine what discrepancies are considered disputes;

- (b) how disputes should be resolved, including a threshold for escalating a dispute;
- (c) how to settle differences in valuation of non-centrally cleared derivatives;
- (d) how to settle differences in valuation of collateral pledged as margin;
- (e) how to settle disagreements in relation to the appropriate haircut to be applied to certain collateral.

We propose to require that covered entities exchange and deliver at least the undisputed amount of margin while resolving a dispute. Covered entities should also endeavour to avoid prolonged unresolved disputes and have procedures to deal with disputes as soon as practicable. The dispute resolution procedures should include a process for escalating an unresolved dispute to the executives or senior decision makers of the covered entities within a reasonable period of time. In the case of a material dispute, notification of the relevant securities regulatory authority would be required.

PART 5 – ELIGIBLE COLLATERAL

Acceptable collateral

In order for the benefits of these margin requirements to be realized, the collateral that is exchanged as margin should be highly liquid, able to hold its value during stressed market conditions and not highly correlated with the creditworthiness of the counterparty or the value of the derivative or derivatives in relation to which it is exchanged. The BCBS-IOSCO Standards provide a non-inclusive list of assets that could be considered acceptable collateral, including:

- (a) cash;
- (b) high-quality government and central bank securities;
- (c) high-quality corporate bonds;
- (d) high-quality covered bonds;
- (e) equities included in major stock indices;
- (f) gold.

Foreign regulatory authorities have proposed to adopt localized lists of acceptable collateral, similar to the types of collateral identified as acceptable in the BCBS-IOSCO Standards. In the US, variation margin for non-centrally cleared derivatives between two covered swap entities is restricted to cash, in an approved currency³¹ or the settlement currency of the derivatives in relation to which it is paid.

The Committee has considered a number of factors in determining what assets should be eligible collateral. First, the list of eligible collateral should be sufficiently broad to mitigate the

³¹ Current list of approved currencies is USD, CAD, EUR, GBP, JPY, CHF, NZD, AUD, SEK, DKK and NOK.

increased demand for certain high-quality assets resulting from these margin requirements. This will help to ensure the availability of high-quality collateral for covered entities to exchange as margin pursuant to these requirements. A narrow definition of eligible collateral could impact the availability of assets that are eligible collateral, causing a rise in the value of these assets and therefore in the costs of acquisition. We have also considered the eligible collateral in the BCBS's *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (BCBS Collateral)*.³² We anticipate that many of the covered entities required to post collateral under these margin requirements are likely to be compliant with the BCBS Collateral. Therefore, achieving consistency with the BCBS Collateral should mitigate disruption to those covered entities' current collateral management arrangements.

The Committee believes that the guiding principles in defining what assets are eligible collateral should be consistent with the BCBS-IOSCO Standards. Eligible collateral should demonstrate these characteristics:

- (a) be highly liquid and broadly accepted;
- (b) have a strong record of holding its value under stressed market conditions;
- (c) not be highly exposed to credit, market and foreign exchange risks;
- (d) not be highly correlated with the creditworthiness of the counterparty posting the collateral; and
- (e) not be highly correlated with the value of the derivative or derivatives relating to which it is posted.

We propose to require that eligible collateral for the purpose of these margin requirements (both initial and variation margin) consist of assets that meet the BSBC-IOSCO Standards. To meet these standards assets should:

- (a) be highly liquid;
- (b) able to hold its value during stressed market conditions;
- (c) not highly correlated with the creditworthiness of the counterparty or the value of the derivative or derivatives in relation to which it is exchanged; and
- (d) have quoted prices that are reasonably accessible to the public to allow counterparties to value the asset.

These assets would include but would not be limited to:

- (a) cash (in the form of money credited to an account or similar claims for the repayment of money, such as certificates of deposit or comparable instruments issued by a covered entity);
- (b) gold;

³² BCBS, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>

- (c) debt securities issued by or guaranteed by the Government of Canada or the Bank of Canada or the government of a province or territory of Canada;
- (d) securities issued and fully guaranteed by the Bank for International Settlements, the International Monetary Fund or a multilateral development bank with a rating of at least BB-;
- (e) debt securities issued by corporate entities with a rating of at least BBB-;
- (f) debt securities issued by foreign governments [guaranteed by the revenues of those governments] with a rating of at least BB-;
- (g) equities included in major Canadian stock indices;
- (h) mutual funds, where:
 - (i) a price for the mutual fund's units is publicly quoted daily; and
 - (ii) the mutual fund is limited to investing in the assets above.

In light of the international nature of the Canadian derivatives market, the Committee expects that some covered entities may receive foreign assets posted as collateral by non-Canadian counterparties. The Committee believes that limiting eligible collateral to only Canadian assets would unreasonably impede cross-border transactions involving non-Canadian counterparties. It would also result in an unnecessary increase in demand on acceptable Canadian assets, further straining liquidity. In view of these factors, we propose that covered entities be permitted to post or receive as collateral foreign assets that are equivalent to the Canadian assets listed as eligible collateral above. Covered entities should ensure that these foreign assets have the same conservative characteristics as required for eligible collateral in the BCBS-IOSCO Standards. Further, appropriate haircuts should be applied to foreign assets posted or received as collateral, as they would be applied to Canadian assets.

Concentration limits and avoiding wrong-way risk

A covered entity could potentially receive significant amounts of a particular type of collateral as margin from its counterparties. Such concentration in a type of collateral received would expose the covered entity to risks associated with that type of collateral. Wrong-way risk is the risk associated with collateral that is highly correlated with the posting counterparty. Wrong-way risk should also be avoided. Concentration risk and wrong-way risk may diminish a covered entity's ability to quickly liquidate and recover the value of collateral it has received in the case of a default by its counterparty or during a financial crisis.

The Committee is of the view that a covered entity should not expose itself to concentration risk. To this end, a covered entity should ensure that a majority of the collateral it collects from its counterparties is not concentrated in assets of the same or a similar type. Ideally, the collateral it collects should be diverse and varied. In addition, a covered entity should avoid exposing itself to wrong-way risks. This includes not accepting collateral issued by its counterparties or affiliates of its counterparties or from issues in the same industry as its counterparties. Therefore, the Committee proposes to require covered entities to establish and maintain internal policies and

procedures to manage collateral exposure and concentration limits for collateral received as margin. These policies and procedures should be based on industry best practices and be reviewed annually by audit or risk control units that are independent from the covered entity's business or trading units.

Question

8. The OSFI Guideline includes debt securities issued by public sector entities (potentially lower level governments, agencies and school boards) treated as sovereign by national supervisors and multilateral development banks. Those securities are defined in the guideline as eligible collateral. Should the CSA include such securities as eligible collateral, and are there any potential risks and concerns?

Records of collateral

The Committee expects that a covered entity should establish internal policies to document and maintain accurate records of the collateral received as margin. Such records should include, at a minimum, the following:

- (a) daily value of collateral received;
- (b) any revenue generated by the collateral, including dividends paid on equity securities or coupon payments paid on debt securities;
- (c) any changes in the value of collateral; and
- (d) any charges that have accrued, or may accrue, in respect of the collateral, including storage or custodian fees

Haircut

The exchange of collateral for margin mitigates the risk of losses by a counterparty to a non-centrally cleared derivative if the other counterparty defaults. However, a key concern is a potential decline in value of the collateral if and when the surviving counterparty needs to liquidate the collateral it has received. This concern can be mitigated by applying a haircut on the value of the assets received as collateral. The BCBS-IOSCO Standards support the use of haircuts on collateral received in compliance with the margin requirements.

As asset quality differs, the haircut applied to a particular asset should reflect the liquidity and price volatility of that asset. Assets that are more volatile or less liquid should attract a higher haircut to cushion against a potential decline in price or an increase in liquidation costs. The BCBS-IOSCO Standards recommend, and most foreign regulatory authorities require or have proposed, that haircuts applied to collateral be calculated using either a quantitative haircut model or a standardized haircut schedule.

The Committee believes that appropriate haircuts applied to assets posted as collateral will protect the covered entity receiving the collateral. Appropriate haircuts also act as a built-in risk management tool to ensure the received collateral is of sufficient value to cover potential losses arising from a counterparty's default despite changes in market conditions.

We propose to require that covered entities receiving collateral apply appropriate haircuts on all collateral received as per Appendix B or as determined by use of an appropriate haircut model. However, the additional haircuts for currency mismatch do not apply for:

- (a) cash posted for variation margin;
- (b) collateral posted for variation margin denominated in the currency agreed upon in the netting agreement;
- (c) collateral posted for initial margin denominated in the termination currency agreed upon in the netting agreement.

Covered entities would be permitted to choose to apply haircuts on collateral based on the standardized haircut schedule or a quantitative haircut model. Quantitative haircut models can achieve greater precision in the calculation based on the calibration of observed volatility of the collateral while not exposing the collateral-receiving covered entity to undue exposure. However, smaller or less sophisticated covered entities may not have the resources to develop and maintain quantitative haircut models. They may choose to use the standardized haircut schedule, which provides for simple but less precise calculation of haircuts on collateral. Covered entities that use a quantitative haircut model would be required to recalculate collateral haircuts at least every three months. Covered entities using haircut models would be required to keep records of these recalculations.

We propose that a quantitative haircut model be required to conform to a single tailed, 99% confidence interval over a 10-day holding period and be calibrated with historical data of not less than 1 year. We expect that a covered entity using a quantitative haircut model would be required to have the model certified by an independent third-party auditor prior to use. The auditor should certify to ensure that the haircut model meets the above standards and will produce appropriate haircuts to mitigate against a decline in the value of the assets posted as collateral, including under stressed market conditions.

A covered entity would be required to recalibrate and review its certified quantitative haircut model at least annually by audit or risk units independent from the business or derivatives trading units and the developer of the haircut model. Covered entities would be required to document and keep records relating to the independent certification, calibration, testing and recalibration, review findings, and any rectification or changes made to the haircut models.

A quantitative haircut model or the standardized haircut schedule would likely result in different haircuts being applied to different collateral. The Committee expects covered entities to apply

consistent haircuts to the received collateral. Disputes over haircuts may also arise from switching between the use of a quantitative haircut model and the standardized haircut schedule. Therefore, covered entities would not be permitted to switch between the use of the standardized haircut schedule and the quantitative haircut model to obtain favourable outcomes.

Question

9. Is it appropriate to require covered entities using a quantitative haircut model to recalculate collateral haircuts at least every three months? If not, what would be an appropriate frequency?

PART 6 – TREATMENT OF COLLATERAL

Segregation

The objective of exchanging initial margin is to ensure financial performance of the counterparties to the non-centrally cleared derivatives. Should collateral received as initial margin be commingled with the receiving counterparty's own assets, difficulties may arise in identifying and separating the collateral. In a default scenario, the ability to identify and liquidate collateral in a timely manner will become very important. Commingling of received collateral with the receiving counterparty's own assets diminishes the benefits of exchanging initial margin and may expose the collateral-posting counterparty to undue risk.

As a result, foreign regulatory authorities have proposed to require that collateral be segregated from the receiving counterparty's proprietary assets. The US rules further require that collateral received as initial margin be held at an independent third party custodian and segregated from the receiving counterparty's assets.

The Committee is of the view that accurate documentation and effective segregation of collateral received as initial margin from the receiving counterparty's assets will facilitate the identification and liquidation of the collateral in a default, or return of the collateral at the termination or expiry of the derivative. This will protect the interests of the covered entity posting the collateral and support the benefits of exchanging initial margin. Furthermore, delays in the return of posted collateral may cause liquidity constraints on the surviving counterparty. Segregation is seen to help expedite the return of collateral to the posting counterparty.

The Committee recognizes that different levels of collateral segregation will each carry different costs and benefits. Individual segregation of each covered entity's collateral would provide the highest level of protection, but would also carry the highest costs. On the other hand, allowing received collateral to be commingled with the receiving counterparty's own assets may be the most cost effective, but would provide inadequate protection for posted collateral. In developing proposed collateral segregation requirements, the Committee has sought to balance the costs and

benefits of collateral segregation, while preserving the objective of ensuring adequate protection to both the posting and receiving counterparties in the event where either one defaults.

We propose to adopt segregation requirements similar to those in proposed *Regulation 94-102 respecting Derivatives: Customer Clearing and Protection of Customer Collateral and Positions*³³ and require that collateral received as initial margin be segregated from the assets of the receiving covered entity. A receiving covered entity would be permitted to commingle collateral it has received from one counterparty with collateral it has received from other counterparties. We further propose to require that records be kept for 7 years and maintained by each receiving covered entity to facilitate the identification of collateral and timely return of collateral in the event of a default by the receiving counterparty or its liquidation in the event of a default by the posting counterparty. Separate records would be required to be kept for each posting counterparty and would be subject to an audit process to ensure their accuracy. These records would be required to include:

- (a) the types and value of collateral received;
- (b) the location in which the collateral is kept;
- (c) if the collateral is held at a third-party custodian, the name and location of the custodian;
- (d) any withdrawal, deposit or transfer of the collateral; and
- (e) any accruals to the posting counterparty in respect of the collateral received.

The Committee thinks it is reasonable for some covered entities to seek a higher level of protection by having their collateral held at a third-party custodian. However, in considering the additional protection that would be afforded if third-party custodianship was required for all collateral posted under these margin requirements, the Committee is of the view that the additional costs may not be justified and may be an excessive burden for relatively smaller covered entities. With this in mind, the Committee believes that holding collateral at a third party custodian should be voluntary and should not be made mandatory. Therefore, we propose to require that each collateral receiving covered entity provide its posting counterparty with the option to have the posted collateral held at a third party custodian.

Question

10. Is the proposed segregation requirement adequate to protect the interests of the covered entity that posts the collateral?

³³ CSA, *Regulation 94-102 respecting Derivatives: Customer Clearing and Protection of Customer Collateral and Positions*, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-102/2016-01-21/2016jan21-94-102-cons-en.pdf>

Re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral

The general concept of re-hypothecation is when a covered entity to a derivative re-uses or re-pledges the collateral received from its counterparty as a form of funding for its own purposes. It is common for the same collateral to be re-hypothecated multiple times.

Permitting re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral may complicate recovery of posted collateral because multiple parties may have a claim on the same collateral. Permitting re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral would also increase the risk to the collateral posting covered entity of the losing the collateral if the receiving covered entity defaults. However, not permitting re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral would exacerbate the demand for high-quality collateral. It would also increase the cost of transacting in non-centrally cleared derivatives, as it would restrict the availability of a significant amount of high-quality assets.

The BCBS-IOSCO Standards recommend that a covered entity receiving collateral as initial margin may only re-hypothecate, re-use or re-pledge the collateral to fund a back-to-back hedge of the derivative position of the posting covered entity. The receiving covered entity would not be permitted to re-hypothecate, re-use or re-pledge the collateral for any other purpose. The BCBS-IOSCO Standards further recommend restricting re-hypothecating, re-using or re-pledging of collateral to only one time. Therefore, a covered entity receiving collateral that has been re-hypothecated, re-used or re-pledged cannot itself re-hypothecate, re-use or re-pledge the same collateral. However, foreign regulatory authorities have prohibited, or proposed to prohibit, any re-hypothecating, re-using or re-pledging of collateral received as initial margin, under all circumstances.

In addressing re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral, the Committee has evaluated two opposing considerations. Permitting a receiving covered entity to re-hypothecate, re-use or re-pledge collateral would reduce demand on high-quality collateral. However, unrestricted re-hypothecating, re-using or re-pledging of collateral will complicate identifying the original collateral posting covered entity. This may hinder timely return of the pledged collateral if the receiving covered entity defaults. Prolonged delays in returning collateral that has been re-hypothecated to the covered entity that first posted it may also deny that covered entity the use of the collateral and thereby put undue financial pressure on the posting covered entity. This, in turn, may cause a knock-on default and could be a weak-link in the system which may develop into a systemic risk issue. The Committee believes the merits of re-hypothecating, re-using or re-pledging collateral should be balanced with a control process that supports timely identification of ownership and return of collateral, thus preserving the integrity of initial margin.

In this regard, the Committee supports a position consistent with the BCBS-IOSCO Standards. We propose that re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral received for initial margin

be permitted to facilitate a back-to-back hedge of the derivatives position of the posting covered entity. Received collateral could be re-hypothecated, re-used or re-pledged only once.

The Committee further believes that some controls are appropriate in respect of re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral. We propose to require that a collateral receiving covered entity outline any reasonably anticipated risks and obtain written consent from the posting covered entity before re-hypothecating, re-using or re-pledging any collateral received from the posting covered entity. This will serve as a notice to the posting covered entity that the collateral it has posted may be re-hypothecated, re-used or re-pledged. The covered entity that is re-hypothecating, re-using or re-pledging collateral would be required to inform the next covered entity that receives the re-hypothecated collateral that the collateral has been re-hypothecated and that the collateral cannot be further re-hypothecated, re-used or re-pledged.

We propose requiring a covered entity that re-hypothecates, re-uses or re-pledges collateral to maintain records that include:

- (a) the written consent from the covered entity that posted the collateral;
- (b) the name and address of the covered entity that posted the collateral;
- (c) the type and value of the collateral re-hypothecated, re-used or re-pledged;
- (d) the name and address of the covered entity receiving the re-hypothecated collateral; and
- (e) an identification of the original derivatives or transactions for which the collateral was received, and the back-to-back hedging transaction for which the collateral was re-hypothecated.

Questions

11. In view of the prohibition against re-hypothecation of collateral in the OSFI Guideline and by foreign regulatory authorities, should re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral received for initial margin be permitted? Please explain. If yes, should it be restricted to only funding a back-to-back hedge of the original non-centrally cleared derivative?
12. Should covered entities be restricted to re-hypothecating, re-using or re-pledging specific collateral only once? How should the covered entity that receives the re-hypothecated collateral be informed that it cannot be re-hypothecated again?
13. Should covered entities only be allowed to re-hypothecate collateral to other covered entities or to any entity? Please explain.

PART 7 – EXCLUSIONS, EXEMPTIONS AND SUBSTITUTED COMPLIANCE

Government and public sector exclusion

Proposed *Regulation 94-101 respecting Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives*³⁴ (**Regulation 94-101**) does not apply to governments, central banks, public sector entities, the Bank for International Settlements and the International Monetary Fund. These entities are understood to represent minimal or zero credit risk to their counterparty; as such, derivatives with such an entity are not likely to pose significant risk to the Canadian financial market. The Committee sees a compelling rationale for maintaining consistency with Regulation 94-101 and excluding such entities from these margin requirements.

The Committee proposes that these margin requirements not apply to derivatives involving any of the following counterparties:

- (a) the government of Canada, the government of a jurisdiction of Canada or the government of a foreign jurisdiction;
- (b) a crown corporation for which the government of the jurisdiction where the crown corporation was constituted is responsible for all or substantially all the liabilities;
- (c) an entity wholly owned by one or more governments, referred to in paragraph (a), that are responsible for all or substantially all the liabilities of the entity;
- (d) the Bank of Canada or a central bank of a foreign jurisdiction;
- (e) the Bank for International Settlements;
- (f) the International Monetary Fund.

Intragroup exemption

The BCBS-IOSCO Standards notes that, internationally, it is not currently customary market practice for affiliated counterparties to non-centrally cleared derivatives to exchange initial or variation margin between them. Introducing a requirement to transfer margin in relation to non-centrally cleared derivatives between affiliates would therefore exacerbate the demand for high-quality collateral, and require revisions to intragroup trading relationships. The BCBS-IOSCO Standards suggest that jurisdictions implement appropriate margin requirements for non-centrally cleared derivatives between affiliates, in a manner that is consistent with the jurisdiction's legal and regulatory framework. They also note that central clearing requirements have not been widely adopted on derivatives between affiliates. In light of current market practice and the varying legal and regulatory environments for derivatives between affiliates, the BCBS-IOSCO Standards suggest that it may be reasonable to provide an exemption from margin

³⁴ CSA, *Regulation 94-101 respecting Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives*, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-101/2016-02-24/2016fev24-94-101-cons-en.pdf>

requirements. However, the BCBS-IOSCO Standards also note that there may be legal and regulatory impediments in some jurisdictions to exempting intragroup derivatives from the margin requirements.

Some foreign regulatory authorities have proposed to exempt intragroup derivatives from margin requirements. In contrast, the US Federal Agencies require a covered swap entity to collect a reduced amount of initial margin from its non-covered swap entity affiliates although they are not required to post any initial margin.

The Committee is of the view that an intragroup exemption for non-centrally cleared derivatives between affiliated entities could mitigate the impact of the costs associated with these margin requirements, and facilitate centralized risk management and hedging for corporate groups. However, an exemption that is too broad may be open for abuse and, in some cases, present an avenue for regulatory arbitrage. In some cases, too broad of an exemption could result in the risks associated with non-centrally cleared derivatives being shifted away from well-capitalized and regulated covered entities to weaker affiliates within a corporate group.

Factors that the Committee has considered in developing an intragroup exemption include:

- (a) whether the intragroup transactions will shift exposure away from the external market-facing affiliate of the covered entity and result in increased risk exposure for external counterparties;
- (b) whether the intragroup transactions will shift exposure away from a prudentially regulated affiliate to a non-prudentially regulated affiliate within a corporate group;
- (c) achieving consistency with the intragroup exemption in Regulation 94-101.

The Committee proposes to exempt certain intragroup derivatives from the requirements to exchange initial margin and variation margin. Covered entities and their affiliates relying on this exemption would be required to meet the relationships set out in Regulation 94-101, where:

- (a) both affiliated entities are prudentially supervised on a consolidated basis; or
- (b) financial statements for both affiliated entities are prepared on a consolidated basis in accordance with “accounting principles” as defined in *Regulation 52-107 respecting Acceptable Accounting Principles and Auditing Standards*.

The Committee further proposes to require that affiliated entities relying on this intragroup exemption have appropriate centralized risk management controls in place. Covered entities would be required to notify the relevant securities regulatory authority of the intention to rely on this exemption and to maintain records of the contract terms for all the derivatives exempted under the intragroup exemption. The covered entity would be required to produce these records upon request by the securities regulatory authority.

Questions

14. Should intragroup derivatives be exempted from only the initial margin requirements, or from both initial margin and variation margin requirements? Please explain.
15. Should the intragroup exemption be expanded to all affiliated entities based on the concept of ownership and control?³⁵ If so, are there concerns that such an inter-affiliate exemption will not be consistent with the requirements in Regulation 94-101, the OSFI Guideline and the US rules where intragroup exemptions are based on the concept of consolidated financial statements? Please explain.

Substituted compliance – Canadian regulations

The Committee does not believe that imposing duplicative requirements on covered entities is the right outcome.

In reviewing the OSFI Guideline using a flexible, outcomes-based, category-by-category approach, the Committee believes that the requirements in the OSFI Guideline are equivalent to the recommendations described in this consultation paper. Because of this, the Committee proposes to provide covered entities that are subject to and comply with the OSFI Guideline with relief from the requirement to comply with these margin requirements. Given its role as the prudential regulator for FRFIs, OSFI would be responsible for monitoring FRFIs' compliance with the OSFI Guideline.

In addition to the relief referenced above, the Committee would consider providing comparable relief from these margin requirements to covered entities that are subject to and comply with requirements of other Canadian regulators that are, on a broad category-by-category basis, equivalent to the principles described in this consultation paper. This could include covered entities regulated by provincial regulators responsible for oversight of financial institutions or by self-regulatory entities such as the Investment Industry Regulatory Organization of Canada.

Substituted compliance – foreign regulations

The OTC derivatives market is a global marketplace and OTC derivatives often transcend national borders. It is reasonable to expect that the counterparties to a significant proportion of OTC derivatives do not reside in the same jurisdiction. Given this, coordination and co-operation among regulatory authorities in respect of margin requirements for cross-border derivatives are required.

³⁵ The concept of ownership and control is consistent with the inter-affiliate exemption in local trade reporting rules.

The BCBS-IOSCO Standards recommend that rules should be substantially harmonized across jurisdictions and that regulators should coordinate to apply one set of rules for derivatives between counterparties located in different jurisdictions. The BCBS-IOSCO Standards further specify that host country rules should apply to subsidiaries of foreign entities; for branches of foreign entities, either the host country or home country rules may apply. Certain foreign regulatory authorities have proposed localized versions of substituted compliance for some cross-border transactions.

In light of the international nature of the derivatives market, regulatory overlap is likely to occur. A key consideration for the Committee is to avoid unnecessary duplication of rules, where possible, on covered entities transacting across borders. At the same time, the Committee seeks to ensure that appropriate margin requirements are imposed on derivatives involving local counterparties. The Committee hopes that clearly defined substituted compliance provisions will provide certainty to covered entities on which set of rules will apply when entering into non-centrally cleared derivatives with foreign counterparties.

To that end, we propose to assess the margin rules of certain foreign jurisdictions on an outcomes basis. Foreign rules that meet the BCBS-IOSCO Standards and result in a similar outcome as the margin requirements applicable to covered entities would be deemed equivalent for the purpose of substituted compliance. Following an equivalency determination, a covered entity would be relieved of the requirement to comply with these margin requirements in respect of a non-centrally cleared derivative involving a foreign counterparty if the covered entity complies with those foreign requirements.

In determining which margin requirements would apply to a derivative transaction involving a covered entity and a foreign counterparty, the Committee has posited five scenarios:

- (a) for non-centrally cleared derivatives between a local covered entity and a foreign covered entity in a jurisdiction deemed equivalent, substituted compliance would apply;
- (b) for non-centrally cleared derivatives between a local covered entity and a branch of a foreign covered entity located in a jurisdiction of Canada, these margin requirements would apply;
- (c) for non-centrally cleared derivatives between a branch or a subsidiary of a local covered entity in a foreign jurisdiction with a foreign covered entity from a jurisdiction deemed equivalent, substituted compliance would apply;
- (d) for non-centrally cleared derivatives between a local covered entity and a foreign covered entity, including branches or subsidiaries, from a jurisdiction not deemed equivalent, located in a jurisdiction of Canada, these margin requirements would apply;
- (e) for non-centrally cleared derivatives between a branch or a subsidiary of a local covered entity in a foreign jurisdiction with a foreign covered entity from a jurisdiction not deemed equivalent, these margin requirements would apply.

In all other scenarios, these margin requirements would apply.

Question

16. Is the application of these margin requirements in the five scenarios appropriate? Please explain.

PART 8 – PHASE-IN

Implementing these margin requirements on non-centrally cleared derivatives will require certain changes to covered entities' current practices. Covered entities will be required to make operational adjustments and invest in systems to ensure their compliance. Market participants will also be required to establish or enhance collateral management arrangements and liquidity planning in order to meet the additional demand for high-quality collateral.

In order to mitigate the impact of margin requirements on relatively smaller derivatives market participants, the BCBS-IOSCO Standards recommend a staged phase-in of the requirements to transfer both initial margin and variation margin. Under the BCBS-ISOCO Standards, covered entities whose aggregate month-end average notional amount outstanding in the months of March, April and May of 2016 is above €3 trillion would be required to exchange variation margin beginning on September 1, 2016 and all remaining covered entities would be required to exchange variation margin beginning on March 1, 2017.

The BCBS-IOSCO Standards also recommend that covered entities whose aggregate month-end average notional amount outstanding for the months of March, April and May of 2016 is above €3 trillion exchange initial margin beginning on September 1, 2016. This threshold is reduced for each year in order to gradually phase-in the requirement to exchange initial margin, in the following schedule:

- (a) from September 1, 2016 for covered entities whose aggregate month-end average notional amount outstanding for the months of March, April and May in 2016 is greater than €3.0 trillion;
- (b) from September 1, 2017 for covered entities whose average notional amount outstanding for the months of March, April and May in 2017 is greater than €2.25 trillion;
- (c) from September 1, 2018 for covered entities whose aggregate month-end average notional amount outstanding for the months of March, April and May in 2018 is greater than €1.5 trillion;
- (d) from September 1, 2019 for covered entities whose aggregate month-end average notional amount outstanding for the months of March, April and May in 2019 is greater than €0.75 trillion;

- (e) from September 1, 2020 for covered entities whose aggregate month-end average notional amount outstanding for the months of March, April and May in 2020 is greater than €8.0 billion.

Some foreign regulatory authorities have implemented or proposed to implement a phase-in approach similar to the BCBS-IOSCO Standards, with thresholds approximately converted to their local currencies.

In considering the foreign phase-in proposals, the Committee believes a phase-in period will help mitigate the costs associated with establishing liquidity and collateral management arrangements for relatively smaller covered entities. This will allow time for covered entities to adjust to the increase in demand for high-quality collateral and to secure sufficient high-quality collateral to comply with these margin requirements. A phase-in period will also help to avoid introducing a sudden shock and disruption to the derivatives market and the trading operations of covered entities.

The Committee sees a compelling rationale for adopting a phase-in timeline. A timeline similar to that of the BCBS-IOSCO Standards and other foreign proposals will facilitate international harmonization in the implementation of margin requirements, further facilitating substituted compliance for cross-border derivatives. However, in view of the fact that our effort to develop the rules on margin requirements for non-centrally cleared derivatives will unlikely be completed this year, the Committee will propose a phase-in timeline adapted from the BCBS-IOSCO Standards in the forthcoming proposed regulation.

PART 9 – LIST OF QUESTIONS

1. Central clearing counterparties that are not recognized or exempted from recognition as a clearing agency or a clearing house in a jurisdiction of Canada may have margining standards that are not equivalent to local requirements for recognized or exempt clearing agencies or clearing houses, potentially weakening the risk-mitigation objective of central clearing. Should counterparties be required to post margin for derivatives that are cleared on clearing agencies or clearing houses that are not recognized or exempt from recognition in a jurisdiction of Canada? Please explain.
2. Please describe any significant concerns with requiring covered entities to obtain a certification report from an independent third-party auditor on the quantitative margining models and the test results.
3. Should there be a minimum amount of data from a stressed financial period included in the back testing of quantitative margining models? What should this amount be (in percentage)?
4. Are there situations when margin requirements should be imposed on pre-existing non-centrally cleared derivatives?
5. Financial entities whose aggregate month-end average notional amount of non-centrally cleared derivatives calculated for the months of March, April and May is less than \$12 000 000 000, excluding intragroup transactions, are not covered entities, and thus are not subject to the variation margin requirement. Is the \$12 000 000 000 threshold appropriate for the variation margin requirement? If not, what should the threshold be?
6. In your view, are there situations in which it would be important to permit the use of an alternative method to calculate variation margin? Please explain.
7. Please describe any concerns with requiring independent third-party certification of an alternative method before its implementation.
8. The OSFI Guideline includes debt securities issued by public sector entities (potentially lower level governments, agencies and school boards) treated as sovereign by national supervisors and multilateral development banks. Those securities are defined in the guideline as eligible collateral. Should the CSA include such securities as eligible collateral, and are there any potential risks and concerns?
9. Is it appropriate to require covered entities using a quantitative haircut model to recalculate collateral haircuts at least every three months? If not, what would be an appropriate frequency?
10. Is the proposed segregation requirement adequate to protect the interests of the covered entity that posts the collateral?
11. In view of the prohibition against re-hypothecation of collateral in the OSFI Guideline and by foreign regulatory authorities, should re-hypothecation, re-use or re-pledging of collateral received for initial margin be permitted? Please explain. If yes, should it be restricted to only funding a back-to-back hedge of the original non-centrally cleared derivative?

12. Should covered entities be restricted to re-hypothecating, re-using or re-pledging specific collateral only once? How should the covered entity that receives the re-hypothecated collateral be informed that it cannot be re-hypothecated again?
13. Should covered entities only be allowed to re-hypothecate collateral to other covered entities or to any entity? Please explain.
14. Should intragroup derivatives be exempted from only the initial margin requirements, or from both initial margin and variation margin requirements? Please explain.
15. Should the intragroup exemption be expanded to all affiliated entities based on the concept of ownership and control? If so, are there concerns that such an inter-affiliate exemption will not be consistent with the requirements in Regulation 94-101, the OSFI Guideline and the US rules where intragroup exemptions are based on the concept of consolidated financial statements? Please explain.
16. Is the application of these margin requirements in the five scenarios appropriate? Please explain.

Appendix A
to
CSA Consultation Paper 95-401
Margin and Collateral Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives
Standardized Initial Margin Schedule

Asset class	Initial margin requirement (% of notional exposure)
Credit: 0–2 year duration	2
Credit: 2–5 year duration	5
Credit 5+ year duration	10
Commodity	15
Equity	15
Foreign exchange	6
Interest rate: 0–2 year duration	1
Interest rate: 2–5 year duration	2
Interest rate: 5+ year duration	4
Other	15

Appendix B
to
CSA Consultation Paper 95-401
Margin and Collateral Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives
Standardized Haircut Schedule

Asset class	Haircut (% of market value)
Cash in same currency, including certificates of deposit, that are not securities, issued by a bank listed in Schedule I, II or III to the Bank Act (Canada)	0
Debt securities issued by or guaranteed by the Government of Canada or the Bank of Canada or the government of a province or territory of Canada or the BIS, IMF or a multilateral development bank: residual maturity less than one year	AAA to AA-/A-1 rating: 0.5
	A+ to BBB- rating: 1
	BB+ to BB- rating: 15
Debt securities issued by or guaranteed by the Government of Canada or the Bank of Canada or the government of a province or territory of Canada or the BIS, IMF or a multilateral development bank: residual maturity between one and five years	AAA to AA-/A-1 rating: 2
	A+ to BBB- rating: 3
	BB+ to BB- rating: 15
Debt securities issued by or guaranteed by the Government of Canada or the Bank of Canada or the government of a province or territory of Canada or the BIS, IMF or a multilateral development bank: residual maturity greater than five years	AAA to AA-/A-1 rating: 4
	A+ to BBB- rating: 6
	BB+ to BB- rating: 15
Publicly traded debt securities issued and fully guaranteed by corporate entities with adequate financial capacity to meet obligations: residual maturity less than one year	AAA to AA-/A-1 rating: 1
	A+ to BBB- rating: 2
Publicly traded debt securities issued and fully guaranteed by corporate entities with adequate financial capacity to meet obligations: residual maturity between one and five years	AAA to AA-/A-1 rating: 4
	A+ to BBB- rating: 6
Publicly traded debt securities issued and fully guaranteed by corporate entities with adequate financial capacity to meet obligations: residual maturity greater than five years	AAA to AA-/A-1 rating: 8
	A+ to BBB- rating: 12
Equities included in major Canadian stock indices	15
Gold	15
Mutual funds	Highest haircut applicable to any security in which the fund can invest
Additional (additive) haircut on assets in which the currency of the derivatives obligation differs from that of the collateral asset	8

Autorités canadiennes en valeurs mobilières
Document de consultation 95-401 des ACVM
Exigences de marges et de sûretés pour les dérivés non
compensés par contrepartie centrale

Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés

Le 7 juillet 2016

DOCUMENT DE CONSULTATION 95-401 DES ACVM
EXIGENCES DE MARGES ET DE SÛRETÉS POUR LES DÉRIVÉS NON
COMPENSÉS PAR CONTREPARTIE CENTRALE

Table des matières

SOMMAIRE	4
PARTIE 1 INTRODUCTION	12
PARTIE 2 DÉRIVÉS VISÉS.....	14
Dérivés de change réglés par livraison physique.....	14
Contrats et instruments exclus en vertu des règlements locaux sur la détermination des dérivés.....	15
PARTIE 3 ENTITÉS VISÉES	16
PARTIE 4 EXIGENCES DE MARGE.....	17
Marge initiale	17
Calcul de la marge initiale	19
Normes applicables aux modèles quantitatifs de constitution de marges	21
Autres exigences de marge initiale	23
Marge de variation.....	25
Calcul de la marge de variation	26
Dossiers et documentation.....	27
Dossiers sur les modèles et méthodes de calcul des marges.....	27
Documentation sur la relation entre les parties aux opérations.....	28
Règlement des différends.....	29
PARTIE 5 SÛRETÉS ADMISSIBLES	30
Sûretés acceptables.....	30
Limites de concentration et évitement du risque de corrélation défavorable	32
Dossiers sur les sûretés.....	33
Décotes	33
PARTIE 6 TRAITEMENT DES SÛRETÉS	35
Séparation.....	35
Réutilisation ou renantissement des sûretés	37
PARTIE 7 EXCLUSIONS, DISPENSES ET CONFORMITÉ DE SUBSTITUTION	39
Exclusion des gouvernements et du secteur public	39

Dispense pour opération intragroupe.....	39
Conformité de substitution – réglementation canadienne	41
Conformité de substitution – réglementation étrangère	41
PARTIE 8 MISE EN ŒUVRE PROGRESSIVE	43
PARTIE 9 LISTE DES QUESTIONS	44
Annexe A	47
Annexe B	48

SOMMAIRE

À la suite de la crise financière de 2008, les dirigeants du G20 se sont entendus pour réformer la réglementation des marchés de dérivés de gré à gré. Un élément des réformes convenues au sommet de Cannes de novembre 2011 consiste à élaborer des normes de marges pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale¹. Les dirigeants du G20 ont chargé le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions des valeurs (désignés ensemble comme **CBCB-OICV**) de concevoir ces normes (les **normes CBCB-OICV**), qui ont été publiées en mars 2015².

En février 2016, le Bureau du surintendant des institutions financières (**BSIF**) a publié la Ligne directrice E-22, *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement* (la **Ligne directrice du BSIF**)³, qui s'applique aux institutions financières de compétence fédérale (**IFCF**). Les IFCF assujetties et conformes à la Ligne directrice du BSIF⁴ seraient déchargées de l'obligation de se conformer aux propositions énoncées dans le présent document de consultation. Elles sont incluses dans la définition d'« entité visée » pour définir les contreparties avec lesquelles les entités visées qui ne sont pas des IFCF seraient tenues d'échanger les marges.

On trouvera ci-après le résumé des recommandations du comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (**ACVM**) sur les dérivés (le **comité** ou **nous**) en matière d'exigences de marge minimale pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale. Ces recommandations s'inspirent principalement des normes CBCB-OICV et sont généralement conformes à la Ligne directrice du BSIF.

Dérivés visés

1. Les exigences de marge initiale et de variation s'appliquent à tous les dérivés de gré à gré, sauf :
 - a) au Manitoba et en Ontario, les dérivés qui ne sont pas considérés comme tels ou qui sont exclus en vertu de la *Rule 91-506 Derivatives: Product Determination* de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et de la *Rule 91-506 Derivatives: Product Determination* de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario;
 - b) au Québec, les dérivés visés par le *Règlement 91-506 sur la détermination des dérivés*;
 - c) dans tous les autres territoires, les dérivés exclus de la définition de dérivé visé en vertu de la *Norme multilatérale 91-101 sur la détermination des dérivés* (avec les règlements visés en a et b, les **règlements locaux sur la détermination des dérivés**);

¹ G20, *Déclaration finale du Sommet de Cannes*, <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-cannes-declaration-111104-fr.html>.

² CBCB-OICV, *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, http://www.bis.org/bcbs/publ/d317_fr.pdf.

³ BSIF, *Ligne directrice E-22 du BSIF, Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, <http://www.osfi-bsif.gc.ca/fra/Docs/e22.pdf>.

⁴ Le BSIF serait chargé de surveiller la conformité des IFCF à cette ligne directrice étant donné qu'il est leur organisme de réglementation prudentielle.

- d) les dérivés compensés par contrepartie centrale.
2. Les dérivés qui sont des contrats de change à terme ou des swaps de change réglés par livraison physique ne seraient pas assujettis aux exigences de marge initiale. Pour les dérivés qui sont des swaps de devises dont une composante de change à paiement fixe est réglée par livraison physique, l'exigence de marge initiale ne s'appliquerait qu'à la composante taux d'intérêt. Les exigences de marge de variation s'appliqueraient encore à tous les dérivés de change, y compris toutes les composantes des swaps de devises.

Entités visées

3. L'obligation d'échanger les marges s'appliquerait lorsque les deux contreparties à un dérivé non compensé par contrepartie centrale sont des entités visées. Une entité visée serait définie comme une entité financière dont le montant notionnel moyen global à la fin du mois pour l'ensemble des dérivés non compensés par contrepartie centrale en cours excède 12 000 000 000 \$⁵ à l'exclusion des dérivés conclus avec des membres du même groupe qui jouissent de la dispense pour opérations intragroupe.

Exigences de marge

4. Les entités visées seraient tenues d'échanger la marge initiale et de déposer la marge de variation.
5. La marge initiale serait obligatoirement calculée au moyen d'un modèle quantitatif de constitution de marges ou d'un barème standardisé prescrit par les ACVM. L'entité visée serait tenue de faire un choix entre ces deux méthodes et ne pourrait les appliquer à sa discrétion selon la catégorie de dérivés⁶ pour obtenir des marges favorables.
6. Les entités visées seraient tenues de veiller à ce que le modèle quantitatif de constitution de marges ait été certifié de manière indépendante et calibré pour respecter un intervalle de confiance unilatéral de 99 % évalué sur une période de liquidation de 10 jours pour chaque catégorie de dérivés auxquels elles sont parties.
7. Les entités visées qui utilisent un modèle quantitatif certifié de constitution de marges seraient tenues de le faire recalibrer et examiner indépendamment⁷ au moins une fois par an.

⁵ Sauf indication contraire, tous les montants indiqués dans le présent document de consultation sont en dollars canadiens.

⁶ Une catégorie de dérivés regroupe des dérivés présentant des caractéristiques analogues, par exemple, « swap de taux » ou « contrat à terme sur pétrole brut ».

⁷ Un examen indépendant pourrait être mené par les services d'audit ou de contrôle du risque de l'entité visée à condition qu'ils soient suffisamment indépendants de son service chargé des opérations sur dérivés ou du concepteur du modèle.

8. Les entités visées seraient tenues de calculer et de demander la marge initiale au plus tard à la fin du deuxième jour ouvrable suivant l'exécution d'une opération puis de la recalculer et de la redemander quotidiennement.
9. Les entités visées ne seraient pas tenues d'échanger la marge initiale si le montant total qu'elles sont tenues de déposer pour l'ensemble des dérivés en cours non compensés par contrepartie centrale du groupe n'excédait pas 75 000 000 \$ (le **seuil de 75 000 000 \$**). Elles ne seraient tenues de l'échanger que si elle excédait ce seuil.
10. Les entités visées seraient tenues d'échanger la marge initiale excédant 75 000 000 \$ (sous réserve du seuil de transfert de 750 000 \$ abordé ci-après) sur une base brute au plus tard à la fin du deuxième jour ouvrable suivant la date de l'appel de marge initiale.
11. Les entités visées seraient tenues de calculer la marge de variation selon une méthode de valorisation appropriée. Si des données sur les prix d'opérations récentes sont disponibles auprès de sources indépendantes, elles seraient tenues de valoriser les dérivés à la valeur de marché. Elles seraient autorisées à utiliser d'autres méthodes certifiées indépendamment pour les valoriser en l'absence de données sur les prix ou de prix fiables.
12. Les entités visées seraient tenues de calculer et de demander la marge de variation au plus tard à la fin du deuxième jour ouvrable suivant l'exécution d'une opération puis de la recalculer et de la redemander quotidiennement.
13. Les entités visées n'auraient pas l'obligation de déposer la marge initiale ou de variation si la somme des deux à déposer était inférieure à 750 000 \$ (le **seuil de transfert de 750 000 \$**). Cependant, si le montant à déposer excédait ce seuil, elles seraient tenues de déposer la totalité du montant exigible.
14. Chaque entité visée serait tenue de déposer une marge de variation suffisante pour garantir pleinement la valeur de marché du dérivé (ou sa valeur calculée selon un modèle), sous réserve du seuil de transfert de 750 000 \$, au plus tard le deuxième jour ouvrable suivant la date de l'appel de marge de variation.
15. Les entités visées seraient tenues de négocier et de conclure avec chacune de leurs contreparties qui sont aussi des entités visées une convention stipulant leurs droits et obligations dans les principaux aspects de la relation, notamment la méthode de calcul des marges, l'échange de la marge de variation, l'échange de la marge initiale, y compris les compensations des risques, les sûretés acceptables et les décotes appliquées aux sûretés, les conditions de réutilisation ou de renantissement des sûretés, les dispositifs de séparation ou de garde et la procédure de résolution des défaillances.

16. Les entités visées seraient tenues d'instaurer des procédures de règlement des différends avec leurs contreparties qui sont aussi des entités visées. Les procédures devraient comporter un processus de détermination, de règlement et de transmission aux échelons supérieurs de tout différend portant sur la marge initiale et de variation. Les entités visées seraient tenues d'échanger et de transférer au moins le montant non contesté en attendant le règlement du différend.

Sûretés admissibles

17. Conformément aux normes CBCB-OICV et aux exigences des autorités de réglementation étrangères, les actifs à déposer comme sûretés devraient :
- a) être très liquides;
 - b) compte tenu de la décote appropriée, pouvoir conserver leur valeur en période de tensions financières;
 - c) avoir un cours raisonnablement accessible au public pour permettre aux contreparties de les valoriser.
18. Ces actifs seraient notamment les suivants :
- a) les espèces (sous forme de sommes créditées à un compte ou de titres de créance comme des certificats de dépôt ou des instruments comparables émis par une entité visée);
 - b) l'or;
 - c) les titres de créance émis ou garantis par le gouvernement du Canada, la Banque du Canada ou le gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada;
 - d) les titres de créance émis et entièrement garantis par la Banque des règlements internationaux, le Fonds monétaire international ou une banque multilatérale de développement ayant une notation d'au moins BB-;
 - e) les titres de créance émis par un gouvernement étranger [garantis par ses revenus] ayant une notation d'au moins BB-;
 - f) les titres de créance émis par des personnes morales ayant une notation d'au moins BBB-;
 - g) les titres de capitaux propres figurant dans les grands indices boursiers canadiens;
 - h) les titres d'organismes de placement collectif (OPC) si :
 - i) leur cours est publié quotidiennement;
 - ii) les OPC n'investissent que dans les actifs ci-dessus.
19. Afin de faciliter les opérations avec des contreparties non canadiennes, les entités visées seraient autorisées à déposer et à recevoir des actifs étrangers équivalents aux actifs canadiens qui constituent des sûretés admissibles.
20. Les entités visées seraient tenues d'instaurer et de maintenir des politiques et des procédures internes pour gérer l'exposition aux sûretés et les limites de concentration des sûretés reçues comme marge et notamment éviter les risques de corrélation défavorable.

21. Les entités visées seraient tenues d'appliquer à toutes les sûretés reçues des décotes appropriées et calculées au moyen d'un modèle de décotes quantitatif certifié ou d'un barème de décotes standardisé. La méthode adoptée par toute entité visée devrait être appliquée uniformément et non de façon discrétionnaire en fonction des catégories d'actifs.

Traitement des sûretés

22. Les entités visées seraient tenues de séparer les sûretés reçues comme marge initiale de leurs propres actifs, mais elles seraient autorisées à regrouper les sûretés reçues de toutes leurs contreparties.
23. Les entités visées seraient obligées de tenir des dossiers pour faciliter le repérage et le retour des sûretés en temps opportun en cas de défaillance de celle qui les reçoit ou de liquidation, si celle qui les dépose connaît une défaillance. Un dossier distinct serait exigé à l'égard de chaque contrepartie déposante.
24. Les entités visées ne seraient pas tenues de déposer les sûretés reçues auprès d'un tiers dépositaire. Cependant, elles seraient tenues d'offrir cette option à la contrepartie déposante.
25. Les sûretés reçues comme marge initiale ne devraient être réutilisées ou renanties que pour financer une couverture inverse de la position sur dérivé de l'entité visée qui les dépose. La réutilisation ou le renantissement de sûretés ne devrait avoir lieu qu'une seule fois, de sorte que la partie qui reçoit des sûretés réutilisées ne pourrait les réutiliser.

Exclusions, dispenses et conformité de substitution

26. Les contreparties ci-dessous ne devraient pas être assujetties à ces exigences de marge :
- a) le gouvernement du Canada, le gouvernement d'un territoire du Canada ou le gouvernement d'un territoire étranger;
 - b) une société d'État dont la totalité ou la quasi-totalité des passifs est la responsabilité du gouvernement de son territoire de constitution;
 - c) une entité en propriété exclusive d'un ou de plusieurs gouvernements visés au paragraphe a qui sont responsables de la totalité ou de la quasi-totalité des passifs de celle-ci;
 - d) la Banque du Canada ou la banque centrale d'un territoire étranger;
 - e) la Banque des règlements internationaux;
 - f) le Fonds monétaire international.
27. Les dérivés dont les deux parties sont des entités du même groupe ne seraient pas assujettis à ces exigences de marge dans les cas suivants :
- a) les entités font ensemble l'objet d'une supervision prudentielle;

b) les états financiers des entités sont établis de façon consolidée conformément aux « principes comptables », au sens du *Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables*⁸.

28. Les entités visées qui ne sont pas des IFCF se conforment à ces exigences de marge si elles concluent un dérivé avec une IFCF assujettie à la Ligne directrice du BSIF et qu'elles échangent les marges pour celui-ci conformément à cette ligne directrice.
29. Les entités visées locales qui concluent un dérivé avec une contrepartie étrangère qui est une entité visée mais non une contrepartie locale et qui est assujettie et se conforme à des règles imposées par une autorité de réglementation dans son territoire d'origine qui sont jugées équivalentes à ces exigences de marge et respectent les normes CBCB-OICV seraient déchargées de ces exigences. Les contreparties décideraient si le dérivé est assujetti à ces exigences de marge ou à ces règles équivalentes.

Mise en œuvre progressive

30. Lors de la publication du projet de règlement, le comité établirait un calendrier de mise en œuvre progressive s'inspirant de celui des normes CBCB-OICV.

⁸ ACVM, *Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables*
<http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/52-107/2016-04-30/2016avril30-52-107-vofficielle-fr.pdf>.

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. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prendra fin le 6 septembre 2016.

Le Comité publiera toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (www.lautorite.qc.ca) et celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca). Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

Veillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

Alberta Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Nova Scotia Securities Commission

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

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

Robert Blair, 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 : comments@osc.gov.on.ca

Questions

Pour toute question, veuillez vous adresser aux personnes suivantes :

Kevin Fine
Coprésident du Comité des ACVM sur les dérivés
Director, Derivatives Branch
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-8109
kfine@osc.gov.on.ca

Michael Brady
Manager, Derivatives Branch
British Columbia Securities Commission
604 899-6561
mbrady@bcsc.bc.ca

Liz Kutarna
Deputy Director, Capital Markets Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
306 787-5871
liz.kutarna@gov.sk.ca

Wendy Morgan
Conseillère juridique principale, Valeurs mobilières
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
506 643-7202
wendy.morgan@fcnb.ca

Derek West
Coprésident du Comité des ACVM sur les dérivés
Directeur principal de l'encadrement des dérivés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4491
derek.west@lautorite.qc.ca

Martin McGregor
Legal Counsel, Corporate Finance
Alberta Securities Commission
403 355-2804
martin.mcgregor@asc.ca

Paula White
Manager Compliance and Oversight
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204 945-5195
paula.white@gov.mb.ca

Abel Lazarus
Securities Analyst
Nova Scotia Securities Commission
902 424-6859
lazaruah@gov.ns.ca

PARTIE 1 INTRODUCTION

Au sommet du G20 tenu à Cannes en novembre 2011, les ministres de finances se sont engagés à élaborer des exigences de marge pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale dans le cadre des réformes visant à améliorer la stabilité du système financier international. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont donc collaboré à cette fin. Le rapport CBCB-OICV intitulé *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement* a été publié en septembre 2013⁹ et une version révisée, en mars 2015¹⁰. Il établit les normes internationales en matière d'exigences de marge et de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale.

En réponse aux normes CBCB-OICV, des territoires importants ont publié des projets de règlements sur les exigences de marge et de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale :

- a) En Europe, le comité mixte des autorités européennes de surveillance (AES) a publié les *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012* en avril 2014¹¹ puis pour une deuxième consultation en juin 2015¹². Les AES ont publié les *Final draft technical standards on margin requirements for non-centrally cleared derivatives* en mars 2016¹³.
- b) Aux États-Unis, l'Office of Comptroller of Currency, le conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, la Federal Deposit Insurance Corporation, la Farm Credit Administration et la Federal Housing Finance Agency (désignés ensemble comme les **organismes fédéraux américains**) ont publié la version définitive¹⁴ et la version définitive provisoire¹⁵ du règlement intitulé *Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities* en octobre 2015.

⁹ CBCB-OICV, *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, http://www.bis.org/publ/bcbs261_fr.pdf.

¹⁰ CBCB-OICV, *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, http://www.bis.org/bcbs/publ/d317_fr.pdf.

¹¹ AES, *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012*, [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/655149/JC+CP+2014+03+\(CP+on+risk+mitigation+for+OTC+derivatives\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/655149/JC+CP+2014+03+(CP+on+risk+mitigation+for+OTC+derivatives).pdf).

¹² AES, *Draft regulatory technical standards on risk-mitigation techniques for OTC-derivative contracts not cleared by a CCP under Article 11(15) of Regulation (EU) No 648/2012*, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1106136/JC-CP-2015-002+JC+CP+on+Risk+Management+Techniques+for+OTC+derivatives+.pdf>.

¹³ AES, *Final draft technical standards on margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-publish-final-draft-technical-standards-margin-requirements-non-centrally>

¹⁴ Organismes fédéraux américains, *Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities; Final Rule*, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-11-30/pdf/2015-28671.pdf>.

¹⁵ Organismes fédéraux américains, *Margin and Capital Requirements for Covered Swap Entities; Interim Final Rule*, <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/FR-2015-11-30/pdf/2015-28670.pdf>.

- c) Également aux États-Unis, la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) a publié la version définitive et la version définitive provisoire du règlement intitulé *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants* en décembre 2015¹⁶.
- d) À Singapour, la Monetary Authority of Singapore a publié *Policy Consultation on Margin Requirement for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives* en octobre 2015¹⁷.

Au Canada, le comité a été chargé d'élaborer des règlements pour honorer les engagements du G20. Il a travaillé en étroite collaboration avec la Banque du Canada, le BSIF et le ministère des Finances du Canada dans le cadre du Groupe de travail interinstitutionnel sur les dérivés de gré à gré (le **Groupe de travail sur les dérivés de gré à gré**). Les autorités siégeant au comité ont publié le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* en novembre 2010¹⁸ (le **Document de consultation 91-401**), qui présentait des propositions générales pour réglementer les dérivés de gré à gré au Canada et traitait de chaque élément des engagements du G20, y compris les exigences de marge et de sûreté pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale. Nous avons reçu 18 mémoires. De manière générale, les intervenants s'inquiétaient de l'incidence des exigences de marges et de sûretés sur les coûts et la liquidité. Toutefois, plusieurs étaient favorables à une démarche axée sur le risque et convenaient qu'il faudrait imposer aux entités des exigences de sûretés en rapport avec les risques qu'elles assument. Par ailleurs, certains intervenants ont indiqué que des exigences de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale seraient avantageuses parce qu'elles encourageraient la compensation par contrepartie centrale.

Le comité estime que l'échange de marge initiale peut protéger efficacement les contreparties aux dérivés non compensés par contrepartie centrale contre l'exposition potentielle pendant le délai de liquidation et de remplacement de la position en cas de défaillance d'une contrepartie. Il croit également que la marge de variation devrait être suffisante pour atténuer le risque découlant de la variation de la valeur des dérivés. Ensemble, les exigences de marge initiale et de variation pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale permettront de réduire le risque de contrepartie et le risque systémique. Le montant de marge initiale et de variation à déposer sera généralement fonction des risques plus élevés que ces dérivés posent par rapport à ceux qui sont compensés par contrepartie centrale, ce qui favorisera ce type de compensation.

Pour élaborer ces exigences de marge, le comité a consulté les membres du Groupe de travail sur les dérivés de gré à gré. Il a pris en compte les normes CBCB-OICV ainsi que les propositions

¹⁶ CFTC, *Margin Requirements for Uncleared Swaps for Swap Dealers and Major Swap Participants*, <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister121615.pdf>.

¹⁷ MAS, *Policy Consultation on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives*, <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2015/MAS-Consults-on-Margin-Requirements-for-NonCentrally-Cleared-OTC-Derivatives.aspx>.

¹⁸ *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada*, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/derives/2010nov02-91-401-doc-consultation-fr.pdf>.

des autres territoires importants. Il continuera de suivre l'évolution de la situation et d'examiner les propositions en matière d'exigences de marge dans les autres territoires. Les propositions qu'il formule dans le présent document de consultation sont harmonisées pour l'essentiel avec la Ligne directrice du BSIF.

Le présent document de consultation constitue la première démarche du comité en vue de l'élaboration d'un règlement sur les exigences de marge minimale pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale au Canada. Les contreparties pourront toujours échanger des montants de marges supérieurs et convenir d'échanger une marge initiale et de déposer une marge de variation dans les cas où ces exigences ne s'appliquent pas. Le présent document de consultation formule une proposition de cadre prévoyant :

- a) les dérivés et les participants au marché des dérivés qui seraient assujettis aux exigences;
- b) les obligations d'échanger la marge initiale et de déposer la marge de variation;
- c) le mécanisme de calcul des marges et des sûretés requises pour les dérivés non compensés par une chambre de compensation agissant comme contrepartie centrale;
- d) les catégories de sûretés admissibles;
- e) les procédures de contrôle, de traitement et de protection des sûretés données en garantie aux contreparties;
- f) l'obligation de se doter d'une procédure de règlement des différends;
- g) la conformité de substitution lorsqu'une opération fait intervenir une entité assujettie à des obligations équivalentes;
- h) l'exclusion de certaines entités et catégories de dérivés de ces exigences de marge.

PARTIE 2 DÉRIVÉS VISÉS

Nous comptons assujettir aux exigences de marge proposées tous les dérivés non compensés par contrepartie centrale, en respectant les normes internationales puisque les dérivés font souvent l'objet d'opérations transfrontalières. Cela favoriserait l'application de ces exigences et de la conformité de substitution dans ces opérations. Cela offrirait également clarté et certitude aux participants au marché des dérivés lorsqu'ils négocieront et concluront des contrats. À cet égard, sous réserve des exclusions abordées ci-dessous, nous proposons d'appliquer ces exigences de marge à tous les dérivés de gré à gré non compensés par contrepartie centrale.

Dérivés de change réglés par livraison physique

Les normes CBCB-OICV recommandent que les exigences de marge s'appliquent à tous les dérivés non compensés par contrepartie centrale, à l'exception des contrats de change à terme ou des swaps de change réglés par livraison physique (désignés ensemble comme les **dérivés de**

change réglés par livraison physique)¹⁹. Les règles et propositions publiées par les autorités de réglementation étrangères sont conformes aux normes CBCB-OICV en ce qu'elles excluent les dérivés de change réglés par livraison physique des exigences de marge.

Le comité a analysé de façon plus approfondie le traitement des dérivés de change réglés par livraison physique dans les normes CBCB-OICV et les propositions étrangères. Il a noté qu'à l'heure actuelle, la pratique généralisée sur le marché consiste, pour les contreparties, à échanger la marge de variation, mais non la marge initiale, dans les opérations sur ces dérivés. L'échange de la marge de variation est conforme aux normes établies dans le document du CBCB intitulé *Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions* (les **lignes directrices du CBCB**)²⁰. Ces lignes directrices traitent de la nécessité d'une marge de variation dans les opérations sur dérivés de change réglés par livraison physique. Par conséquent, pour maintenir la cohérence avec les règles et propositions des autres autorités de réglementation, nous proposons d'exclure ces dérivés de l'application des exigences de marge initiale. En ce qui concerne les swaps de devises à paiement fixe réglés par livraison physique, l'obligation d'échanger la marge initiale ne s'appliquerait qu'à la composante taux d'intérêt. Les exigences de marge de variation s'appliqueraient encore à tous les dérivés de change, y compris toutes les composantes des swaps de devises.

Contrats et instruments exclus en vertu des règlements locaux sur la détermination des dérivés

Nous estimons que ces exigences de marge devraient s'appliquer aux contrats et instruments qui sont assujettis aux autres règlements sur les dérivés de gré à gré au Canada. La définition légale de « dérivé » dans chaque territoire représenté au sein des ACVM est large et s'applique à de nombreux types de contrats et d'instruments qui ne sont pas habituellement considérés comme des dérivés. Le comité estime que les règles canadiennes sur les dérivés de gré à gré ne devraient pas s'appliquer à certains contrats et instruments visés par cette définition étendue. Par souci de cohérence, nous proposons que ces exigences de marge s'appliquent à tous les dérivés non compensés par contrepartie centrale à l'exception des produits exclus en vertu des règlements locaux sur la détermination des dérivés. Dans le présent document de consultation, le terme « dérivé » exclut ces produits.

¹⁹ CBCB-OICV, *Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement*, http://www.bis.org/bcbs/publ/d317_fr.pdf.

²⁰ CBCB, *Supervisory guidance for managing risks associated with the settlement of foreign exchange transactions*, <http://www.bis.org/publ/bcbs241.pdf>.

Question

1. Les contreparties centrales qui ne sont ni reconnues ni dispensées de l'obligation de reconnaissance comme chambre de compensation ou agence de compensation dans aucun territoire du Canada peuvent avoir des normes de constitution de marges différentes des exigences locales, ce qui pourrait compromettre l'objectif d'atténuation du risque de la compensation par contrepartie centrale. Faudrait-il exiger que les contreparties déposent une marge pour les dérivés compensés par des chambres de compensation ou des agences de compensation qui ne sont ni reconnues ni dispensées de l'obligation de reconnaissance dans un territoire du Canada? Veuillez fournir des explications.

PARTIE 3 ENTITÉS VISÉES

Les normes CBCB-OICV recommandent que les exigences de marge s'appliquent aux dérivés non compensés par contrepartie centrale conclus entre deux contreparties qui sont des établissements financiers ou des entités non financières d'importance systémique. Les règles et propositions des autorités de réglementation étrangères restreignent également l'application de leurs obligations aux entités financières et aux entités non financières d'importance systémique.

L'OICV fait remarquer que quantité de participants clés aux marchés des dérivés non compensés par contrepartie centrale sont des entreprises financières hautement interreliées²¹. Ces interrelations augmentent le risque systémique en raison de l'effet de contagion en cas de défaillance d'une entreprise financière. Étant donné qu'un des objectifs principaux des exigences de marge est de contrer le risque de contrepartie et donc, indirectement, le risque systémique, nous estimons qu'il est prudent d'imposer des exigences de marge aux entités financières qui sont des contreparties locales.

Nous proposons que la définition de l'expression « entité financière » comprenne les associations coopératives de crédit, les coopératives de crédit centrales, les banques, les sociétés de prêts, les sociétés de fiducie, les sociétés d'assurance, les *treasury branches*, les caisses d'épargne et de crédit, les caisses populaires, les coopératives de services financiers, les caisses de retraite, les fonds d'investissement et toute personne assujettie à l'obligation d'inscription ou dispensée de cette obligation en vertu de la législation en valeurs mobilières d'un territoire du Canada dans toute catégorie d'inscription, qui exécutent des opérations sur dérivés.

Nous avons l'intention d'exiger l'échange de la marge initiale et de variation pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale lorsque les deux contreparties sont des entités visées. Nous proposons de définir l'entité visée comme une entité financière dont le montant notionnel

²¹ OICV, *Risk Mitigation Standards for Non-centrally Cleared OTC Derivatives*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD469.pdf>.

moyen global en cours à la fin du mois²² en dérivés non compensés par contrepartie centrale pour l'ensemble du groupe²³, à l'exclusion des opérations intragroupe²⁴, excède 12 000 000 000 \$ (le **seuil de 12 000 000 000 \$**). Nous faisons remarquer que les entités financières en dessous de ce seuil pourraient avoir des exigences de fonds propres plus élevées en vertu des règlements à venir si elles ont des dérivés non compensés par contrepartie centrale qui ne sont pas garantis par des sûretés, bien qu'elles ne soient pas assujetties à ces exigences de marge.

Pour savoir si une entité financière est une entité visée, on calculerait son montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai de chaque année. S'il excédait le seuil, l'entité financière serait considérée comme une entité visée pendant 1 an, du 1^{er} septembre de la même année jusqu'au 31 août de l'année suivante. En revanche, si ce montant ne dépassait pas le seuil pour les mois de mars, d'avril et de mai, l'entité financière ne serait pas une entité visée pendant 1 an à compter du 1^{er} septembre.

Une entité cesse d'être une entité visée à compter du 1^{er} septembre de l'année si son montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai passe en dessous du seuil de 12 000 000 000 \$. Dans ce cas, tous ses dérivés non compensés par contrepartie centrale cesseraient d'être assujettis aux exigences de marge.

PARTIE 4 EXIGENCES DE MARGE

Marge initiale

L'échange de la marge initiale est un outil crucial pour atténuer le risque que la défaillance d'un participant au marché des dérivés ait une incidence importante sur les marchés financiers canadiens. Il garantit que les contreparties ont des sûretés suffisantes pour limiter le risque de pertes qui pourraient se produire pendant le délai nécessaire à la liquidation et au remplacement des dérivés en cas de défaillance de leur contrepartie. Les normes CBCB-OICV recommandent que l'obligation d'échanger la marge initiale ne s'applique qu'aux entités visées dont le montant notionnel moyen global à la fin du mois dépasse le seuil prévu pour la mise en œuvre progressive. Elles exigent que l'échange soit calculé sur une base brute. Elles recommandent également qu'un seuil minimal par groupe d'au plus 50 000 000 € soit dépassé avant d'exiger l'échange de la marge initiale. D'autres autorités de réglementation étrangères ont adopté les normes CBCB-OICV en utilisant ce seuil et des seuils de mise en œuvre progressive convertis dans leur devise.

²² Le calcul du montant notionnel moyen global à la fin du mois en dérivés non compensés par contrepartie centrale inclurait les dérivés de change réglés par livraison physique, mais exclurait les dérivés intragroupe.

²³ Les fonds d'investissement gérés par un gestionnaire de portefeuille ou un conseiller en portefeuille sont considérés comme des entités distinctes et traités séparément pour l'application du seuil, à condition qu'il s'agisse d'entités juridiques distinctes auxquelles aucun autre fonds d'investissement ni le gestionnaire ou le conseiller ne fournissent de sûretés ou d'autres garanties en cas d'insolvabilité ou de faillite.

²⁴ Cette dispense est expliquée dans la partie VII.

Le comité comprend que l'échange de la marge initiale est une mesure de protection qui repose sur le principe de la prise en charge par le défaillant, qui garantit que la contrepartie non défaillante détient suffisamment de sûretés de la contrepartie défaillante pour remplir les obligations financières de celle-ci en vertu de tous les dérivés qu'elles ont conclus. Cette mesure protège la contrepartie non défaillante contre toute exposition potentielle future découlant de la défaillance. Le comité n'ignore pas que le respect continu de ces exigences de marge initiale entraînera une hausse de la demande de sûretés de haute qualité au Canada, ce qui pourrait avoir une incidence significative sur leur disponibilité, leur prix et leur liquidité.

Le comité est conscient de la nécessité d'atteindre un équilibre entre les avantages de l'échange de la marge initiale en matière d'atténuation du risque et les coûts entraînés par la hausse de la demande en sûretés résultant du besoin d'échanger ou de déposer des marges. Compte tenu du coût potentiel et du fardeau opérationnel qu'occasionnerait le respect des exigences de marge initiale, nous recommandons que l'obligation d'échanger la marge initiale ne s'applique qu'aux opérations sur dérivés dont les contreparties sont des entités visées. De cette façon, l'obligation ne s'appliquerait pas aux dérivés non compensés par contrepartie centrale dont l'une des contreparties n'est pas une entité visée.

Le comité est également d'avis que l'introduction d'un seuil minimal conforme aux normes, règles et propositions internationales contribuerait à atteindre un juste équilibre entre les avantages de l'échange de la marge initiale en matière d'atténuation du risque et les coûts liés à la demande de sûretés de haute qualité. Ce seuil réduirait la demande générale de sûretés parce que les deux entités visées ne seraient pas tenues d'échanger la marge initiale si le montant dû est inférieur au seuil. Nous recommandons que l'obligation d'échanger la marge initiale soit assortie d'un seuil minimal par groupe d'au plus 75 000 000 \$ dont la répartition serait fixée par les contreparties en additionnant l'exposition totale des entités membres du groupe. L'entité visée qui doit une marge initiale excédant le seuil de 75 000 000 \$ serait tenue de déposer le montant qui dépasse ce seuil (sous réserve du seuil minimal de transfert abordé ci-dessous), même si sa contrepartie est en dessous de celui-ci.

Le comité estime qu'échanger de la marge initiale sur une base nette diminuerait les avantages de l'échange. La compensation de la marge initiale réduirait le montant à échanger, qui ne serait peut-être pas proportionnel au risque associé aux dérivés non compensés par contrepartie centrale en cours entre les contreparties. Par conséquent, nous recommandons que la marge initiale soit échangée sur une base brute entre entités visées.

À titre d'exemple, supposons que l'entité visée A ait trois membres du même groupe, A_1 , A_2 et A_3 , qui concluent séparément des dérivés non compensés par contrepartie centrale avec l'entité visée B. Supposons que la marge initiale soit fixée à 20 000 000 \$ par membre. Elle totaliserait donc 60 000 000 \$ pour l'ensemble du groupe, ce qui est inférieur au seuil de 75 000 000 \$. Dans

ce cas, A₁, A₂ et A₃ ne seraient pas tenues d'échanger la marge initiale avec B. Supposons par ailleurs que A₂ conclut d'autres dérivés non compensés par contrepartie centrale avec B. Sa marge initiale passerait à 50 000 000 \$. La somme de la marge initiale pour l'ensemble du groupe serait alors pour A de 90 000 000 \$ (20 000 000 \$ + 50 000 000 \$ + 20 000 000 \$). Par conséquent, une marge initiale totale de 15 millions, soit la différence entre la marge initiale calculée et le seuil de 75 000 000 \$ (90 000 000 \$ – 75 000 000 \$), devrait être échangée entre A₁, A₂ et A₃, d'une part, et B, d'autre part.

Pour éviter l'accumulation de marge initiale impayée entre entités visées, il faudrait calculer et échanger la marge initiale régulièrement. Le comité souligne les obligations de calcul et d'échange de la marge initiale prévues par la Ligne directrice du BSIF. Nous estimons que l'imposition d'obligations différentes aux entités visées sera un fardeau inutile et une source de confusion, étant donné qu'elles exécuteront probablement des opérations avec des entités assujetties à cette ligne directrice. Nous comptons donc harmoniser nos obligations de calcul et d'échange de la marge initiale pour les entités visées avec les obligations correspondantes que celle-ci prévoit.

Nous proposons d'exiger que la marge initiale soit calculée et demandée dans un délai de deux jours ouvrables suivant la date à laquelle le dérivé a été conclu, cédé, vendu ou acquis, puis recalculée et redemandée quotidiennement. Nous proposons également que les montants de marge initiale soient échangés (sous réserve du seuil de transfert de 750 000 \$ décrit sous la rubrique « Marge de variation ») dans un délai de deux jours ouvrables suivant la date de l'appel de marge initiale.

Afin d'harmoniser davantage ces exigences de marge avec la Ligne directrice du BSIF, le comité propose que les entités visées ne soient pas tenues de déposer de marge initiale pour les dérivés qui ne présentent aucun risque de contrepartie et qu'elles soient autorisées à les exclure du calcul de la marge initiale. Par exemple, le vendeur d'une option qui a encaissé l'intégralité de la prime peut exclure cette position du calcul de la marge initiale.

Calcul de la marge initiale

Les normes applicables aux méthodes de calcul de la marge initiale sont conçues pour que l'exposition au risque de contrepartie soit couverte avec un haut niveau de certitude statistique. À cette fin, les autorités de réglementation étrangères exigent ou proposent d'exiger l'utilisation d'un barème standardisé comme celui des normes CBCB-OICV ou un modèle quantitatif de constitution de marges approprié pour calculer la marge initiale. Elles ne permettent pas aux contreparties de passer du barème pertinent à un modèle quantitatif et vice-versa.

Les règles et propositions étrangères obligent aussi les contreparties à se doter d'un protocole de règlement des différends rigoureux pour gérer les situations dans lesquelles elles n'arrivent pas à

s'entendre sur le montant de la marge initiale. Pour chaque dérivé assujéti aux exigences de marge initiale prévues par ces règles et propositions, les contreparties doivent être liées par des clauses contractuelles prévoyant la procédure de règlement des différends relatifs au calcul de la marge initiale.

Le comité comprend que les entités visées ont différents niveaux de connaissances et de ressources, et qu'elles peuvent exercer des activités très différentes en dérivés non compensés par contrepartie centrale. Ces facteurs dicteront probablement leurs capacités de calcul et de gestion de la marge initiale. Par conséquent, imposer une méthode unique de calcul de la marge initiale à toutes ces entités ne donnerait peut-être pas le résultat le plus efficace ou le plus économique pour toutes et ne serait peut-être pas la meilleure façon d'atténuer le risque de défaillance dans des cas particuliers. Le comité estime que les entités visées devraient conserver une certaine souplesse pour adopter la méthode de calcul la mieux adaptée à leur situation.

Le barème standardisé offre une méthode de calcul simple qui rend le calcul de la marge initiale plus transparent, mais il est moins sensible aux risques associés à un portefeuille de dérivés non compensés par contrepartie centrale. Il peut s'agir d'une option intéressante pour les entités visées relativement petites qui ont peu de ressources pour gérer ou utiliser les méthodes avancées qui en demandent davantage.

Cependant, les entités visées qui en ont l'expertise peuvent opter pour un modèle quantitatif de constitution de marges pour calculer la marge initiale. Ces modèles peuvent tenir compte des avantages de la couverture, de la diversification et des compensations des risques. Ils peuvent donner un niveau de sensibilité au risque plus élevé à différents dérivés non compensés par contrepartie centrale dans un portefeuille. Ils sont généralement complexes et chers à gérer, mais calculent souvent les marges d'une façon qui reflète plus précisément les risques associés à un dérivé donné. Comme ils sont souvent exclusifs, développés à l'interne, hautement dépendants de leurs paramètres et données d'entrée, et calibrés en fonction de chaque entité visée, les calculs de la marge initiale qui en résultent sont sans doute moins transparents qu'avec un barème standardisé.

L'utilisation par différentes entités visées de modèles quantitatifs de constitution de marges développés à l'interne ou par des tiers pourrait entraîner une prolifération de modèles. Le comité estime qu'il est important de veiller à ce que ces différents modèles respectent certaines exigences de base compatibles avec les normes CBCB-OICV et garantissant au moins ce qui suit :

- a) ils sont sûrs et utilisent des paramètres et des données cohérents;
- b) ils tiennent adéquatement compte des diverses catégories de risque associées aux expositions découlant de différents dérivés non compensés par contrepartie centrale, y compris le risque de change, le risque de taux d'intérêt, le risque de crédit, le risque sur actions et le risque sur marchandises;

- c) ils calculent des niveaux de marges appropriés pour contrer le risque de défaillance de la contrepartie;
- d) ils évitent les variations soudaines et importantes des exigences de marge initiale résultant de la procyclicité.

Il se peut que les modèles quantitatifs de constitution de marges ne conviennent pas à tous les dérivés non compensés par contrepartie centrale selon les diverses catégories de dérivés. Les entités visées devraient donc avoir la souplesse nécessaire pour utiliser ces modèles avec une catégorie de dérivés et le barème standardisé avec une autre aux fins du calcul de la marge initiale. Afin de rapprocher ces exigences de marge des normes internationales, nous proposons de permettre d'utiliser à la fois le barème standardisé (Annexe A) et les modèles quantitatifs de constitution de marges. Ces modèles pourraient être développés à l'interne ou par des fournisseurs.

L'utilisation de modèles quantitatifs de constitution de marges ou du barème standardisé peut donner différents montants de marge initiale dans différentes conditions de marché. Les entités visées devraient utiliser le modèle quantitatif ou bien le barème uniformément dans chaque catégorie de dérivés. Le passage de l'un à l'autre dans une catégorie de dérivés se traduirait par des calculs incohérents de la marge initiale. Les entités visées devraient se garder d'appliquer l'une ou l'autre méthode de façon discrétionnaire et de passer de l'une à l'autre pour obtenir des marges favorables. En l'absence de justification valable, le passage d'une méthode à l'autre pourrait aller à l'encontre de l'esprit de ces exigences de marge.

Normes applicables aux modèles quantitatifs de constitution de marges

L'utilisation de modèles quantitatifs de constitution de marges pour fixer la marge initiale nécessite que les entités visées établissent et vérifient régulièrement des paramètres tels que les limites d'exposition, la volatilité et la corrélation des actifs, et qu'elles fournissent en continu de nombreuses données. Les paramètres et les données d'entrée peuvent avoir une incidence significative sur les résultats de ces modèles. Il importe donc d'établir des normes de base et des contrôles appropriés pour en encadrer l'utilisation afin de s'assurer que les calculs satisfont les objectifs réglementaires de ces exigences de marges.

En vertu des normes CBCB-OICV, les modèles quantitatifs de constitution de marges doivent au moins respecter un intervalle de confiance unilatéral de 99 % sur une période de liquidation de 10 jours. Il faut aussi les calibrer au moyen de données historiques pondérées également, datant d'au plus 5 ans et comprenant une période de tensions financières extrêmes. Ils doivent être validés et recalibrés régulièrement. Les normes CBCB-OICV recommandent que les entités visées ne soient autorisées à utiliser que les modèles approuvés par l'autorité de supervision compétente. Les autorités de réglementation étrangères ont imposé ou proposé des obligations

compatibles avec les normes CBCB-OICV pour l'utilisation de modèles quantitatifs de constitution de marges.

Le principal objectif des exigences de marge initiale est de garantir que chaque partie à un dérivé détient suffisamment de sûretés déposées par sa contrepartie pour couvrir les pertes potentielles dans la plupart des conditions de marché en cas de défaillance de celle-ci. L'utilisation de modèles quantitatifs de constitution de marges permet d'adapter la marge initiale requise pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale en fonction de la sensibilité des expositions qui en découlent et du profil de risque des contreparties. Ces modèles peuvent aussi tenir compte des avantages de la compensation des expositions à ces dérivés avec une contrepartie donnée. Selon les paramètres et les données d'entrée, ils peuvent calculer un montant de marge initiale trop bas pour protéger la contrepartie non défaillante contre les pertes financières. L'obligation de respecter un intervalle de confiance unilatéral de 99 % sur une période de liquidation de 10 jours vise à ce que les modèles quantitatifs de constitution de marges fournissent une marge initiale suffisante avec un haut niveau de certitude. Conformément aux normes internationales, nous proposons d'exiger que ces modèles respectent cette obligation et soient calibrés au moyen de données historiques pondérées également, datant d'au moins 1 an et d'au plus 5 ans. En outre, les données devraient comprendre une période de tensions financières.

Les modèles quantitatifs de constitution de marges dépendent beaucoup des paramètres et des données utilisées pour calculer une marge initiale suffisante. Pour que les paramètres et les données soient appropriés et à jour, des contrôles ex post rigoureux sont exigés. Ces contrôles contribueront à garantir que les modèles fonctionnent comme prévu et qu'ils sont adéquats et suffisamment bien conçus pour calculer la marge initiale des dérivés non compensés par contrepartie centrale dans la plupart des conditions de marché. Par ailleurs, ils feront ressortir les éventuelles lacunes ou limites des modèles, ce qui permettra de prendre des mesures correctives. Par conséquent, nous proposons d'exiger que les modèles quantitatifs de constitution de marges fassent régulièrement l'objet de contrôles ex post. Nous nous attendons à ce que les entités visées respectent les meilleures pratiques du secteur lorsqu'elles soumettront les modèles quantitatifs de constitution de marges à des essais.

Le comité estime que l'obligation de conformer les modèles quantitatifs de constitution de marges à certaines normes minimales avant de les utiliser est une façon raisonnable d'atteindre les objectifs réglementaires de ces exigences de marge. Nous proposons donc d'obliger les entités visées à s'assurer que leurs modèles respectent des normes minimales et sont calibrés conformément à ces exigences. La conformité aux normes prescrites et les résultats du calibrage devraient être certifiés par un auditeur tiers indépendant avant l'utilisation.

Étant donné que les paramètres et données utilisés pour soumettre un modèle quantitatif de constitution de marges à des essais sont propres à l'entité visée, la certification du modèle lui serait également propre. Aucun modèle certifié pour une entité visée aux fins de calcul de la

marge initiale ne pourrait être utilisé par une autre entité visée sans certification propre à celle-ci. Par ailleurs, pour empêcher les choix dictés par des motifs intéressés entre un modèle quantitatif de constitution de marges certifié et le barème standardisé (Annexe A), l'entité visée serait tenue d'aviser l'autorité en valeurs mobilières de tout changement de méthode de calcul en lui fournissant une justification.

Une autre façon d'assurer que les modèles quantitatifs de constitution de marges fonctionnent comme prévu est de confirmer que leurs paramètres et données d'entrée reflètent les conditions de marché actuelles. À mesure que les conditions changent, les modèles peuvent calculer des montants de marge initiale insuffisants pour limiter le niveau de risque des dérivés concernés. Le recalibrage et l'examen réguliers des modèles garantiront qu'ils tiennent compte des tendances à moyen terme et demeurent appropriés. À cette fin, nous proposons d'obliger les entités visées à recalibrer et à examiner leur modèle certifié au moins une fois par an. L'examen devrait être mené par des services audit ou de contrôle du risque indépendants de leur unité d'exploitation ou de leur service des opérations sur dérivés et du concepteur du modèle. Les entités visées seraient tenues de rectifier immédiatement toute lacune importante relevée à l'occasion de l'examen.

Questions

2. Veuillez signaler tout enjeu significatif que soulèverait l'obligation des entités visées d'obtenir une certification d'un auditeur tiers indépendant sur les modèles quantitatifs de constitution de marges et les résultats des essais.
3. Faudrait-il inclure un minimum de données sur une période de tensions financières dans les contrôles ex post des modèles quantitatifs de constitution de marges? Quel devrait être le pourcentage?

Autres exigences de marge initiale

Un des éléments du calcul de la marge initiale dans un portefeuille de dérivés est la capacité de tenir compte des compensations des risques²⁵ découlant de la diversification et des couvertures. Ces compensations peuvent, dans des limites raisonnables, réduire le montant global de marge initiale requis tout en préservant l'effet d'atténuation des risques. Les normes CBCB-OICV et les autorités de réglementation étrangères permettent d'en tenir compte pour calculer la marge initiale dans une même catégorie d'actifs sous-jacents bien définie. Pour en bénéficier, il faut que les dérivés fassent l'objet du même accord de compensation ayant force exécutoire²⁶.

Le comité reconnaît l'importance d'exiger un montant de marge initiale qui corresponde à l'exposition au risque des dérivés non compensés par contrepartie centrale. Puisque les compensations des risques obtenues dans un environnement contrôlé peuvent contribuer à

²⁵ La compensation des risques est la compensation des expositions entre les contreparties.

²⁶ Voir la rubrique sur les accords de compensation.

atteindre cet objectif, nous proposons d'en tenir compte dans le calcul de la marge initiale. Les entités visées seraient autorisées à utiliser des modèles quantitatifs de constitution de marges qui en tiennent compte dans une même catégorie d'actifs sous-jacents bien définie, comme les devises, les taux d'intérêt, le crédit, les titres de capitaux propres et les marchandises, mais non entre des catégories d'actifs différentes. Elles seraient tenues de s'assurer que le même accord de compensation ayant force exécutoire s'applique aux dérivés avant de calculer la marge initiale en tenant compte des compensations des risques.

Le comité estime que les avantages des compensations des risques ne devraient pas se limiter aux entités visées qui utilisent des modèles quantitatifs de constitution de marges. Les entités visées devraient être autorisées à tenir compte des compensations en calculant la marge initiale requise au moyen du barème standardisé, ce qui contribuerait à réduire les disparités importantes entre les montants de marge requis qui peuvent survenir lorsque ceux-ci sont calculés au moyen d'un modèle au lieu du barème. Conformément aux normes CBCB-OICV et aux règles et propositions étrangères, nous proposons que les compensations des risques des dérivés non compensés par contrepartie centrale appartenant à la même catégorie d'actifs sous-jacents et faisant l'objet du même accord de compensation ayant force exécutoire et utilisant le barème standardisé soient calculées selon la formule suivante :

$$\text{Marge initiale} = 0,4 \times \text{marge initiale brute} + 0,6 \times \text{ratio net-brut} \times \text{marge initiale brute}$$

La marge initiale brute est la somme des valeurs notionnelles des dérivés non compensés par contrepartie centrale pertinents multipliée par la marge initiale appropriée en vertu du barème standardisé. Le ratio net-brut est la fraction du coût de remplacement courant net du portefeuille sur son coût de remplacement courant brut. Il s'agit d'une norme acceptable établie en vertu des règlements sur les fonds propres des banques pour ajuster l'effet de la compensation²⁷. Prenons par exemple un portefeuille composé de deux dérivés non compensés par contrepartie centrale entre les entités visées A et B. Compte tenu de l'évaluation à la valeur de marché du premier dérivé, B doit 100 \$ à A, et compte tenu de celle du deuxième, A doit 60 \$ à B. Le coût de remplacement courant brut est de 100 \$, tandis que le coût de remplacement courant net est de 40 \$ (100 \$ - 60 \$). Le ratio net-brut est de 0,4 (40 \$ ÷ 100 \$).

Nous proposons que ces exigences de marge s'appliquent à tous les nouveaux dérivés²⁸ conclus par les entités visées après la prise d'effet des exigences. Les dérivés non compensés par

²⁷ CBCB, *Bâle II : Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres. Dispositif révisé*, <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>.

²⁸ Nous envisageons des modifications conçues pour prolonger les dérivés existants afin d'éviter qu'ils soient assujettis aux exigences de marge comme de nouveaux dérivés. La novation de dérivés bénéficiant de droits acquis ainsi que de « nouveaux » dérivés non compensés par contrepartie centrale qui résultent de la compression de portefeuilles d'opérations bénéficiant de droits acquis ne constitue pas un nouveau dérivé. Cependant, les nouvelles opérations non compensées par contrepartie centrale qui résultent à la fois de la compression de dérivés bénéficiant de droits acquis et de celle de dérivés assujettis à des exigences de marge feront l'objet de ces dernières. Les dérivés

contrepartie centrale conclus avant la prise d'effet (c'est-à-dire les dérivés non compensés par contrepartie centrale préexistants) ne seraient pas assujettis à ces exigences.

Question

4. Existe-t-il des situations dans lesquelles il faudrait imposer des exigences de marge aux dérivés non compensés par contrepartie centrale préexistants?

Marge de variation

Le marché des dérivés de gré à gré est dynamique et la valeur des dérivés peut varier de façon appréciable au fil du temps. Ces changements peuvent entraîner l'accumulation de pertes courantes pour une contrepartie. Le comité est d'avis que le paiement régulier de la marge de variation empêchera cette accumulation. Le dépôt de cette marge prévient aussi l'érosion de la marge initiale.

Les normes CBCB-OICV recommandent que toutes les entités visées, quelle que soit leur exposition aux dérivés, soient tenues de déposer une marge de variation, mais qu'elles permettent que celle-ci ne soit pas transférée si le montant est inférieur à un montant de transfert minimal, pour la marge de variation et la marge initiale, n'excédant pas 500 000 € pour tous les dérivés entre les contreparties et pour l'ensemble du groupe. Les autorités de réglementation étrangères ont également proposé d'obliger les entités visées à échanger la marge de variation, sous réserve d'un montant de transfert minimal n'excédant pas 500 000 € ou l'équivalent en monnaie locale pour l'ensemble du groupe. Le seuil de transfert minimal est établi en fonction de la somme des montants exigibles pour la marge de variation et la marge initiale.

Le comité estime que des transferts réguliers de marge de variation préservent la capacité des entités visées de remplir les obligations financières qui leur incombent en raison de leur exposition à des dérivés non compensés par contrepartie centrale. Nous proposons par conséquent d'obliger toutes ces entités à déposer une marge de variation garantissant pleinement la valeur, établie en fonction du marché (ou d'un modèle), de l'exposition au dérivé, sous réserve du seuil de transfert de 750 000 \$ décrit ci-dessous, dans les cas où la contrepartie est aussi une entité visée.

Nous proposons d'exiger que la marge de variation soit calculée sur une base nette et demandée dans un délai de deux jours ouvrables suivant l'exécution de l'opération puis recalculée et redemandée au moins quotidiennement. Nous proposons aussi que la marge de variation soit déposée dans un délai de deux jours ouvrables²⁹ suivant la date de l'appel de marge.

non compensés pas contrepartie centrale qui bénéficient de droits acquis et qui ont été modifiés de façon importante font l'objet d'exigences de marge à titre de nouveaux dérivés.

²⁹ La marge de variation peut être déposée avant la fin de la journée, le troisième jour ouvrable suivant le calcul, si la contrepartie à l'opération n'est pas assujettie à des exigences de marge initiale dans son territoire d'origine.

Le comité reconnaît toutefois qu'en raison du calcul quotidien de la marge de variation, les entités visées se devront sans doute fréquemment des montants relativement faibles. Il pourrait ne pas être économique pour elles de faire quotidiennement de tels transferts de fonds ou de sûretés. Nous proposons d'autoriser les entités visées à s'entendre avec leurs contreparties pour fixer un seuil pour l'échange de sûretés, y compris la marge initiale ou de variation, qui n'excède pas 750 000 \$. Ce seuil de transfert de 750 000 \$ s'appliquerait à la somme des montants de marge de variation et de marge initiale dus par toute entité visée.

L'application de ce seuil diffère de celle du seuil de 75 000 000 \$ pour la marge initiale. L'entité visée serait tenue de transférer le plein montant de marge initiale et de variation une fois que la somme des montants qu'elle doit déposer excéderait le seuil de transfert de 750 000 \$. Dans le cas du seuil de 75 000 000 \$, l'entité visée n'est tenue de transférer que la marge initiale excédante. Si une entité visée doit un montant excédant le seuil de transfert de 750 000 \$ et l'autre un montant inférieur, seule la première serait tenue de faire le transfert.

À titre d'exemple, supposons que les entités visées A et B conviennent d'un seuil de transfert de 750 000 \$. Si la somme des montants que A doit à B au titre de la marge de variation et de la marge initiale est de 500 000 \$, A n'est pas tenue de faire de transfert. Toutefois, si cette somme passe à 800 000 \$, A est tenue de la transférer intégralement.

Question

5. Les entités financières dont le montant notionnel moyen global de dérivés non compensés par contrepartie centrale à la fin des mois de mars, d'avril et de mai est inférieur à 12 000 000 000 \$, à l'exclusion des opérations intragroupe, ne sont pas des entités visées et ne sont donc pas assujetties à l'exigence de marge de variation. Ce seuil est-il approprié pour l'exigence de marge de variation? Dans la négative, que devrait-il être?

Calcul de la marge de variation

Conformément aux normes CBCB-OICV, les autorités de réglementation étrangères exigent ou ont proposé d'exiger l'utilisation de la méthode de valorisation à la valeur de marché pour calculer la marge de variation. En outre, la CFTC autorise l'utilisation d'une autre méthode de calcul lorsque les données d'entrée nécessaires à l'utilisation de cette méthode de valorisation sont indisponibles ou non fiables.

La méthode de valorisation à la valeur de marché a été largement adoptée par les autorités de réglementation étrangères. Elle nécessite plusieurs données d'entrée, comme les prix des dérivés, pour rendre compte de la valeur actuelle des expositions à ceux-ci. Cependant, la qualité, l'actualité et la fiabilité des prix utilisés ont une influence significative sur les résultats de la valorisation. Par conséquent, les prix influent sur le montant de la marge de variation que les entités visées doivent échanger. Afin de favoriser la transparence et de réduire au minimum le

nombre de différends, nous proposons d'exiger que le calcul de la marge de variation se fasse selon la méthode de valorisation à la valeur de marché lorsque des données à jour et fiables sont facilement accessibles pour valoriser les dérivés. Le cas échéant, les prix utilisés dans le calcul devraient être tirés d'opérations récentes pertinentes et fournis par un tiers indépendant. Certains dérivés de gré à gré font rarement l'objet d'opérations et ne sont pas considérés comme liquides, de sorte que les prix ne sont peut-être pas facilement disponibles. L'exposition à des dérivés non compensés par contrepartie centrale et non liquides peut augmenter les risques de pertes accumulées si les entités visées ne sont pas en mesure de calculer la marge de variation de manière fiable. En conséquence, nous estimons qu'il est important de permettre l'utilisation d'autres méthodes pour valoriser l'exposition à ces dérivés afin de calculer la marge de variation en l'absence de données de valorisation à jour et fiables. Cela réduira le risque de pertes accumulées dues à l'exposition courante à ces dérivés et permettra d'atteindre les objectifs d'atténuation des risques des exigences de marge.

Nous proposons que les entités visées ne soient autorisées à utiliser une autre méthode de calcul de la marge de variation que lorsque les prix ne sont ni disponibles, ni à jour, ni fiables pour valoriser les dérivés à la valeur de marché. Cette méthode devrait être certifiée par un auditeur tiers indépendant avant d'être utilisée.

Nous proposons d'exiger que l'autre méthode soit recalibrée au moins une fois par an selon les meilleures pratiques du secteur. Nous nous attendons également à ce qu'elle soit examinée au moins une fois par an par des services d'audit et de contrôle du risque indépendants de l'unité d'exploitation ou du service des opérations sur dérivés des entités visées et de son concepteur. La procédure d'examen devrait comprendre l'évaluation de l'adéquation de la méthode et de la fiabilité des sources de données. Les entités visées seraient tenues de rectifier immédiatement toute lacune importante relevée à l'occasion de l'examen.

Questions

6. Selon vous, existe-t-il des situations dans lesquelles il serait important de permettre l'utilisation d'une autre méthode de calcul de la marge de variation? Veuillez fournir des explications.
7. Veuillez signaler tout enjeu que soulève l'obligation d'obtenir la certification d'un tiers indépendant avant de déployer une autre méthode.

Dossiers et documentation

Dossiers sur les modèles et méthodes de calcul des marges

Nous proposons d'exiger que les entités visées conservent tous les dossiers sur le calibrage, les contrôles ex post, les certifications indépendantes, les recalibrages et les examens des modèles quantitatifs de constitution de marges et des autres méthodes de calcul de la marge de variation.

Elles seraient tenues de les fournir rapidement à l'autorité en valeurs mobilières, sur demande, de même que les résultats, constatations, recommandations et changements aux modèles et méthodes qui en découlent. Elles seraient également tenues de consigner dans leurs dossiers la méthode de calcul utilisée et le calcul quotidien et de les fournir à l'autorité en valeurs mobilières sur demande. Tous les dossiers devraient être conservés pendant 7 ans.

Documentation sur la relation entre les parties aux opérations

Convention

Les contreparties aux dérivés non compensés par contrepartie centrale prévoient couramment dans les conventions qui les lient des obligations en matière de valorisation, d'échange de sûretés et de compensation avec déchéance du terme en cas de défaillance. La documentation appropriée de ces obligations est source de certitude juridique et facilite la gestion du risque de contrepartie.

Qui plus est, l'OICV recommande que les contreparties négocient et documentent leur relation avant de conclure des dérivés non compensés par contrepartie centrale³⁰. La documentation devrait établir clairement leurs droits et obligations pour leur fournir des certitudes.

Malgré la documentation de la relation des contreparties et de leurs droits et obligations, des différends peuvent survenir entre elles. Les normes CBCB-OICV recommandent de mettre en œuvre une procédure rigoureuse de règlement des différends qui prévoit notamment les méthodes de calcul de la marge initiale et de variation, les types de sûretés acceptables et les décotes applicables aux différents types de sûretés sur lesquels les contreparties se sont entendues. Elles recommandent aussi que les contreparties prennent les mesures nécessaires pour régler les différends en temps opportun. Certaines autorités de réglementation étrangères exigent ou ont proposé d'exiger que les contreparties documentent les procédures de règlement des différends. Elles exigent également de transmettre aux échelons supérieurs tout différend non réglé portant sur le calcul des marges et la valorisation des sûretés remises en nantissement qui pourrait nuire à l'échange ou au paiement des marges.

Afin de réduire au minimum le risque que des différends ne compromettent les avantages de ces exigences de marge, nous proposons que les entités visées soient tenues de conclure une convention écrite pour documenter les modalités importantes de tout dérivé non compensé par contrepartie centrale. Elles devraient la maintenir et la réviser régulièrement pour vérifier que ses modalités sont à jour et exactes. La convention devrait établir clairement leurs droits et obligations sur les points suivants :

- a) la loi applicable à la convention entre les contreparties et aux dérivés non compensés par contrepartie centrale sur lesquels elle porte;

³⁰ OICV, *Risk Mitigation Standards for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives*, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD469.pdf>.

- b) le cas échéant, la compensation des positions bilatérales pour le calcul des paiements et des obligations de marges;
- c) la procédure, la méthode, les paramètres et les données d'entrée de la valorisation des dérivés, depuis leur exécution jusqu'à leur fin, leur échéance ou leur expiration;
- d) les dispositifs de paiement de la marge de variation et d'échange de la marge initiale;
- e) les sûretés acceptables et les décotes sur différentes sûretés, y compris les conditions applicables, comme les limites de concentration ou la notation;
- f) les modalités de réutilisation ou de renantissement des sûretés;
- g) les types de dispositifs de séparation ou de garde des sûretés et les frais afférents;
- h) le cas échéant, les dispositifs de compensation avec déchéance du terme des positions en cas de défaillance.

Accord de compensation

Nous proposons d'exiger que chaque entité visée ait conclu avec sa contrepartie un accord de compensation ayant force exécutoire pour pouvoir tenir compte des compensations des risques dans le calcul de la marge initiale. L'accord pourrait faire partie de la convention susmentionnée ou en être distinct. Dans un cas comme dans l'autre, il devrait couvrir les dérivés pour lesquels ces compensations sont prises en compte dans le calcul.

L'entité visée qui réalise une opération avec une contrepartie provenant d'un territoire où l'accord de compensation n'a pas force exécutoire devrait collecter la marge de variation sur une base brute. Elle pourrait toutefois déposer la marge de variation conformément à l'accord de compensation.

Le comité s'attend à ce que tout accord de compensation entre deux entités visées :

- a) soit établi par écrit, crée une obligation exécutoire et couvre tous les dérivés faisant l'objet de compensations des risques dans le calcul de la marge;
- b) ne prévoit qu'une obligation d'effectuer ou de recevoir un paiement en fonction de la somme des évaluations positives et négatives à la valeur de marché de tous les dérivés conclus avec la contrepartie si celle-ci ne remplit pas ses obligations;
- c) ne permette pas à l'entité visée non défaillante de ne faire que des paiements réduits ou de ne pas en faire à la succession de l'entité visée défaillante, même si cette dernière a une position créditrice nette.

Les entités visées seraient tenues d'avoir des procédures d'examen pour s'assurer que les dispositifs de compensation demeurent exécutoires en cas de changement de la loi pertinente.

Règlement des différends

Bien qu'une convention soit négociée et documentée au début de la relation, des différends peuvent survenir entre entités visées en ce qui concerne la marge initiale ou la marge de

variation, étant donné les différentes méthodes de valorisation des dérivés non compensés par contrepartie centrale et des sûretés. Les différends non réglés qui font en sorte que ces dérivés ne sont pas garantis par des marges suffisantes ou que les marges ne sont pas échangées peuvent nuire à l'efficacité des exigences de marge.

Afin de limiter les possibilités que des différends sur le montant des marges ne compromettent les avantages de ces exigences de marge, nous proposons que les entités visées soient tenues de se doter de procédures écrites de traitement et de règlement des différends. Ces procédures devraient être intégrées aux conventions négociées par ces entités et porter au moins sur les points suivants :

- a) la façon d'établir quels écarts constituent des différends;
- b) la façon de régler les différends, y compris le seuil à partir duquel ils doivent être transmis aux échelons supérieurs;
- c) la façon de régler les désaccords sur la valorisation des dérivés non compensés par contrepartie centrale;
- d) la façon de régler les désaccords sur la valorisation des sûretés déposées à titre de marges;
- e) la façon de régler les désaccords sur la décote appropriée à appliquer à certaines sûretés.

Nous proposons d'exiger que les entités visées échangent et déposent au moins le montant de marge non contesté pendant qu'elles règlent leur différend. Elles devraient également s'efforcer d'éviter d'avoir des différends non réglés pendant longtemps et se doter de procédures pour les régler dès que possible. Ces procédures devraient prévoir un processus de transmission de tout différend non réglé aux dirigeants ou décideurs principaux des entités visées dans un délai raisonnable. En cas de différend important, la notification de l'autorité en valeurs mobilières compétente serait exigée.

PARTIE 5 SÛRETÉS ADMISSIBLES

Sûretés acceptables

Pour bénéficier des avantages de ces exigences de marge, il faudrait que les sûretés échangées comme marges soient très liquides, capables de conserver leur valeur en période de tensions sur les marchés et peu corrélées à la solvabilité des contreparties ou à la valeur du ou des dérivés auxquels elles se rapportent. Les normes CBCB-OICV contiennent une liste non exhaustive d'actifs qui pourraient être considérés comme des sûretés acceptables :

- a) les espèces;
- b) les titres d'État et titres de banque centrale de haute qualité;
- c) les obligations de société de haute qualité;
- d) les obligations sécurisées de haute qualité;
- e) les titres de capitaux propres figurant dans les grands indices boursiers;

f) l'or.

Les autorités de réglementation étrangères ont proposé d'adopter des listes locales de sûretés acceptables analogues aux types de sûretés acceptables selon les normes CBCB-OICV. Aux États-Unis, la marge de variation pour tout dérivé non compensé par contrepartie centrale entre entités visées ayant conclu un swap est limitée aux espèces dans une monnaie approuvée³¹ ou dans la monnaie de règlement du dérivé auquel elle se rapporte.

Le comité a pris en compte plusieurs facteurs pour choisir les actifs qui constitueraient des sûretés admissibles. Premièrement, la liste des sûretés admissibles devrait être suffisamment longue pour composer avec la hausse de la demande de certains actifs de haute qualité qui résulte de ces exigences de marge. Cela contribuera à en garantir la disponibilité pour que les entités visées puissent les échanger comme marge conformément aux exigences. Une définition étroite des sûretés admissibles pourrait nuire à la disponibilité des actifs qui en constituent, ce qui provoquerait une hausse de leur valeur et donc des coûts d'acquisition. Nous avons aussi tenu compte des sûretés admissibles indiquées dans le document du CBCB intitulé *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres* (les **sûretés du CBCB**)³². Nous nous attendons à ce que nombre d'entités visées tenues de déposer des sûretés en vertu des exigences de marge déposent des sûretés du CBCB. En assurant la cohérence avec celles-ci, nous devrions donc perturber le moins possible les dispositifs actuels de gestion des sûretés de ces entités.

Le comité estime que les principes directeurs à suivre pour définir les actifs qui constituent des sûretés admissibles devraient être conformes aux normes CBCB-OICV. Les sûretés admissibles devraient présenter les caractéristiques suivantes :

- a) être très liquides et largement acceptées;
- b) avoir bien conservé leur valeur en période de tensions sur les marchés;
- c) ne pas être hautement exposées à des risques de crédit, de marché et de change;
- d) ne pas être hautement corrélées à la solvabilité de la contrepartie qui les dépose;
- e) ne pas être hautement corrélées à la valeur du ou des dérivés auxquels elles se rapportent.

Pour l'application de ces exigences de marge (marge initiale et de variation), nous proposons d'exiger que les sûretés admissibles consistent en des actifs qui respectent les normes CBCB-OICV. Ces actifs devraient donc :

- a) être très liquides;
- b) être capables de conserver leur valeur en période de tensions sur les marchés;

³¹ La liste actuelle des monnaies approuvées est USD, CAD, EUR, GBP, JPY, CHF, NZD, AUD, SEK, DKK et NOK.

³² CBCB, *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*, <http://www.bis.org/publ/bcbs128fre.pdf>.

- c) ne pas être hautement corrélés à la solvabilité de la contrepartie ou à la valeur du ou des dérivés relativement auxquels ils sont échangés;
- d) avoir un cours raisonnablement accessible au public pour permettre aux contreparties de les valoriser.

Ces actifs pourraient notamment être les suivants :

- a) les espèces (sous forme de sommes créditées à un compte ou de titres de créance comme des certificats de dépôt ou des instruments comparables émis par une entité visée);
- b) l'or;
- c) les titres de créance émis ou garantis par le gouvernement du Canada, la Banque du Canada ou le gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada;
- d) les titres de créance émis et entièrement garantis par la Banque des règlements internationaux, le Fonds monétaire international ou une banque multilatérale de développement ayant une notation d'au moins BB-;
- e) les titres de créance émis par des personnes morales ayant une notation d'au moins BBB-;
- f) les titres de créance émis par un gouvernement étranger [garantis par ses revenus] ayant une notation d'au moins BB-;
- g) les titres de capitaux propres figurant dans les grands indices boursiers canadiens;
- h) les titres d'OPC si :
 - i) leur cours est publié quotidiennement;
 - ii) les OPC n'investissent que dans les actifs énumérés ci-dessus.

Compte tenu de la nature internationale du marché canadien des dérivés, le comité s'attend à ce que certaines entités visées reçoivent des actifs étrangers comme sûretés de la part de contreparties non canadiennes. Il estime que limiter les sûretés admissibles à des actifs canadiens entraverait indûment les opérations transfrontalières avec celles-ci et que cela entraînerait aussi une hausse inutile de la demande d'actifs canadiens acceptables, ce qui provoquerait des tensions supplémentaires sur la liquidité. Compte tenu de ces facteurs, nous proposons que les entités visées soient autorisées à déposer ou recevoir comme sûretés des actifs étrangers équivalents aux actifs canadiens susmentionnés. Les entités visées devraient s'assurer que ces actifs étrangers présentent les mêmes caractéristiques prudentes que celles que les normes CBCB-OICV exigent pour les sûretés admissibles. Qui plus est, elles devraient leur appliquer les mêmes décotes appropriées qu'aux actifs canadiens.

Limites de concentration et évitement du risque de corrélation défavorable

Les entités visées pourraient recevoir comme marge de leurs contreparties des montants significatifs d'un type donné de sûretés. Cette concentration les exposerait aux risques associés à ce type de sûretés. Le risque de corrélation défavorable est associé aux sûretés hautement corrélées à la contrepartie qui les dépose. Il convient également de l'éviter. Le risque de concentration et le risque de corrélation défavorable peuvent réduire la capacité des entités visées

de liquider et de recouvrer rapidement la valeur des sûretés reçues en cas de défaillance de la contrepartie ou pendant une crise financière.

Le comité est d'avis que les entités visées ne devraient pas s'exposer au risque de concentration. Elles doivent donc s'assurer que la majorité des sûretés qu'elles collectent auprès de leurs contreparties ne sont pas concentrées dans des actifs du même type ou d'un type analogue. Idéalement, les sûretés collectées devraient être diverses et variées. En outre, les entités visées devraient éviter de s'exposer à des risques de corrélation défavorable, notamment en se gardant d'accepter des sûretés émises par leurs contreparties ou des membres du même groupe que celles-ci ou des sûretés provenant d'émissions effectuées dans le même secteur que leurs contreparties. Par conséquent, le comité propose d'exiger que les entités visées établissent et maintiennent des politiques et procédures internes de gestion de l'exposition aux sûretés prévoyant des limites de concentration pour les sûretés reçues comme marges. Ces politiques et procédures devraient reposer sur les meilleures pratiques du secteur et être examinées annuellement par des services d'audit ou de contrôle du risque indépendants de l'unité d'exploitation ou du service de négociation des entités visées.

Question

8. La Ligne directrice du BSIF inclut les titres de créance émis par des entités du secteur public (potentiellement des administrations d'échelon inférieur, des organismes et des commissions scolaires) qui sont considérées comme souveraines par les autorités nationales et des banques multilatérales de développement. Ces titres sont définis comme des sûretés admissibles dans la ligne directrice. Les ACVM devraient-elles en faire autant? Quels sont les risques et enjeux potentiels?

Dossiers sur les sûretés

Le comité s'attend à ce que les entités visées se dotent de politiques internes pour documenter les sûretés reçues comme marges et tiennent des dossiers appropriés comportant au moins les renseignements suivants :

- a) la valeur quotidienne des sûretés;
- b) le cas échéant, le revenu tiré des sûretés, y compris les versements de dividendes sur les titres de capitaux propres ou les paiements de coupons liés aux titres de créance;
- c) le cas échéant, les variations de la valeur des sûretés;
- d) le cas échéant, les frais exigibles ou qui pourraient le devenir à l'égard des sûretés, y compris les frais de stockage ou de garde.

Décotes

L'échange de sûretés comme marges réduit le risque de perte des contreparties aux dérivés non compensés par contrepartie centrale en cas de défaillance de leur contrepartie. Toutefois, la

baisse de la valeur des sûretés pourrait poser un sérieux problème si les contreparties non défaillantes ont besoin de liquider les sûretés reçues. Il est possible de l'atténuer en appliquant une décote à la valeur des actifs reçus comme sûretés. Les normes CBCB-OICV permettent d'appliquer des décotes aux sûretés reçues conformément aux exigences de marge.

Comme la qualité des actifs est variable, la décote appliquée à un actif donné devrait en refléter la liquidité et la volatilité du prix. Les actifs plus volatils ou moins liquides devraient subir une décote plus importante pour parer au déclin potentiel du prix ou à la hausse des coûts de liquidation. Les normes CBCB-OICV recommandent que les décotes appliquées aux sûretés soient calculées au moyen d'un modèle de décotes quantitatif ou d'un barème de décotes standardisé. C'est aussi ce que la plupart des autorités de réglementation étrangères exigent ou proposent.

Le comité estime que les décotes appropriées sur les actifs déposés comme sûretés protégeront les entités visées qui les reçoivent. Elles constituent aussi un outil intégré de gestion du risque qui garantit que les sûretés reçues ont une valeur suffisante pour couvrir les pertes potentielles découlant de la défaillance d'une contrepartie malgré l'évolution des conditions de marché.

Nous proposons d'exiger que les entités visées appliquent à toutes les sûretés reçues des décotes appropriées conformément à l'Annexe B ou à un modèle adéquat. Cependant, les décotes supplémentaires pour décalage monétaire ne s'appliquent pas à ce qui suit :

- a) les espèces déposées comme marge de variation;
- b) les sûretés déposées comme marge de variation et libellées dans la monnaie convenue dans l'accord de compensation;
- c) les sûretés déposées comme marge initiale et libellées dans la monnaie de fin convenue dans l'accord de compensation.

Les entités visées seraient autorisées à appliquer des décotes aux sûretés conformément au barème de décotes standardisé ou à un modèle de décotes quantitatif, à leur choix. Ces modèles peuvent donner des calculs plus précis grâce à la calibration de la volatilité observée des sûretés, sans exposer indûment les entités visées qui les reçoivent. Cependant, les entités visées plus petites ou moins développées n'ont peut-être pas les ressources nécessaires pour concevoir et maintenir des modèles quantitatifs. Elles peuvent choisir le barème de décotes standardisé, qui donne des calculs simples, mais moins précis. Celles qui utilisent un modèle quantitatif seraient tenues de recalculer les décotes au moins tous les trois mois et de consigner les résultats dans leurs dossiers.

Nous proposons d'exiger que les modèles de décotes quantitatifs se conforment à un intervalle de confiance unilatéral de 99 % sur une période de conservation de 10 jours et soient calibrés avec des données historiques d'au moins 1 an. Nous nous attendons à ce que les entités visées qui utilisent ces modèles soient tenues de les faire certifier par un auditeur tiers indépendant avant de

les utiliser. La certification garantirait que le modèle est conforme aux normes susmentionnées et produira les décotes appropriées pour atténuer la baisse de valeur des actifs déposés comme sûretés, notamment en période de tensions sur les marchés.

Les entités visées seraient tenues de faire recalibrer et examiner leur modèle de décotes quantitatif certifié au moins une fois par an par des services d'audit ou de contrôle du risque indépendants de leur unité d'exploitation ou de leur service des opérations sur dérivés et de son concepteur. Elles seraient tenues de documenter et de consigner dans leurs dossiers la certification, le calibrage et les essais indépendants, les constatations de l'examen et toute rectification ou modification du modèle.

Un modèle de décotes quantitatif ou le barème de décotes standardisé donnerait probablement des décotes différentes pour différentes sûretés. Le comité s'attend à ce que les entités visées appliquent des décotes uniformes aux sûretés reçues. Des différends sur les décotes peuvent aussi survenir en cas de passage d'une méthode à l'autre. Par conséquent, les entités visées ne seraient pas autorisées à passer de l'une à l'autre pour obtenir des résultats favorables.

Question

9. Est-il approprié d'obliger les entités visées qui utilisent un modèle de décotes quantitatif à recalculer les décotes sur les sûretés au moins tous les trois mois? Dans la négative, quelle serait la fréquence appropriée?

PARTIE 6 TRAITEMENT DES SÛRETÉS

Séparation

L'objectif de l'échange de la marge initiale est de garantir la performance financière des contreparties aux dérivés non compensés par contrepartie centrale. Si les sûretés reçues comme marge initiale et les actifs de la contrepartie qui les reçoit sont regroupés, il peut être difficile de les repérer et de les séparer. En cas de défaillance, la capacité de repérer et de liquider les sûretés en temps opportun revêt une importance capitale. Le regroupement des sûretés reçues et des actifs de la contrepartie qui les reçoit rend l'échange de la marge initiale moins avantageux et peut exposer la contrepartie qui dépose les sûretés à des risques indus.

En conséquence, les autorités de réglementation étrangères ont proposé d'exiger que les sûretés soient séparées des actifs de la contrepartie qui les reçoit. Les règles américaines exigent en outre que les sûretés reçues comme marge initiale soient détenues par un tiers dépositaire indépendant et séparées des actifs de la contrepartie qui les reçoit.

Le comité est d'avis qu'une documentation exacte et une séparation efficace entre les sûretés reçues comme marge initiale et les actifs de la contrepartie qui les reçoit faciliteront le repérage

et la liquidation des sûretés en cas de défaillance ou leur retour à la fin ou à l'expiration du dérivé, et qu'elles protégeront les intérêts de l'entité visée qui les dépose tout en mettant en évidence les avantages de l'échange de la marge initiale. Par ailleurs, les délais de retour des sûretés déposées peuvent imposer à la contrepartie non défaillante des contraintes en matière de liquidité. Or nous considérons que la séparation accélère le retour des sûretés à la contrepartie qui les a déposées.

Le comité reconnaît que les divers niveaux de séparation des sûretés comportent des coûts et des avantages particuliers. La séparation individuelle des sûretés de chaque entité visée offrirait le plus haut niveau de protection, mais elle occasionnerait aussi les coûts les plus élevés. D'un autre côté, autoriser le regroupement des sûretés reçues et des actifs de la contrepartie qui les reçoit serait la solution la plus économique, mais cela offrirait une protection inadéquate à ces sûretés. En élaborant les projets d'obligations de séparation des sûretés, le comité a tenté de réaliser un équilibre entre les coûts et les avantages de la séparation sans perdre de vue l'objectif de garantir une protection adéquate à la contrepartie qui dépose les sûretés et à celle qui les reçoit en cas de défaillance de l'une ou de l'autre.

Nous proposons d'adopter des obligations de séparation analogues à celles prévues dans le projet de *Règlement 94-102 sur la compensation des dérivés et la protection des sûretés et des positions des clients*³³ et d'exiger que les sûretés reçues comme marge initiale soient séparées des actifs de l'entité visée qui les reçoit. Celle-ci serait autorisée à regrouper les sûretés déposées par toutes ses contreparties. Nous proposons aussi d'exiger que des dossiers soient conservés pendant 7 ans par chaque entité visée qui reçoit des sûretés pour faciliter leur repérage et leur retour rapide en cas de défaillance de sa part ou leur liquidation en cas de défaillance de la contrepartie déposante. Des dossiers distincts devraient être tenus par chaque contrepartie déposante et seraient audités à des fins d'exactitude. Ils devraient contenir les renseignements suivants :

- a) les types et la valeur des sûretés;
- b) l'endroit où les sûretés sont conservées;
- c) le cas échéant, le nom et l'adresse du tiers dépositaire qui détient les sûretés;
- d) tout retrait, dépôt ou transfert des sûretés;
- e) tout montant couru sur les sûretés à porter au crédit de la contrepartie déposante.

Le comité juge raisonnable que certaines entités visées recherchent un niveau de protection plus élevé en confiant leurs sûretés à un tiers dépositaire. Cependant, il est d'avis que la protection supplémentaire qui serait offerte si la détention par un tiers dépositaire était exigée pour toutes les sûretés déposées en vertu des exigences de marge ne justifierait peut-être pas les coûts supplémentaires, qui pourraient constituer un fardeau excessif pour les entités visées

³³ ACVM, *Règlement 94-102 sur la compensation des dérivés et la protection des sûretés et des positions des clients*, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-102/2016-01-21/2016jan21-94-102-cons-fr.pdf>.

relativement petites. Il estime donc que la détention des sûretés par un tiers dépositaire devrait être facultative et non obligatoire. Nous proposons par conséquent d'exiger que chaque entité visée qui reçoit des sûretés donne à la contrepartie déposante l'option de les confier à un tiers dépositaire.

Question

10. L'obligation de séparation proposée est-elle adéquate pour protéger les intérêts de l'entité visée qui dépose les sûretés?

Réutilisation ou renantissement des sûretés

La notion générale de réutilisation désigne la réutilisation ou le renantissement des sûretés reçues par une entité visée à titre de financement pour ses propres fins. Les sûretés sont couramment réutilisées plusieurs fois.

Permettre la réutilisation ou le renantissement des sûretés pourrait compliquer la récupération des sûretés déposées parce que plusieurs parties pourraient avoir une créance sur les mêmes sûretés. Cela augmenterait également le risque que l'entité visée qui les dépose ne les perde en cas de défaillance de celle qui les reçoit. Toutefois, ne pas permettre la réutilisation ou le renantissement des sûretés se traduirait par une forte hausse de la demande de sûretés de haute qualité et une hausse du coût des opérations sur dérivés non compensés par contrepartie centrale parce que la disponibilité d'un montant significatif d'actifs de haute qualité s'en trouverait réduite.

Les normes CBCB-OICV recommandent que les entités visées recevant des sûretés comme marge initiale ne puissent les réutiliser ou les renantir que pour financer une couverture inverse de la position sur dérivés de l'entité visée qui les dépose. L'entité visée réceptrice ne serait pas autorisée à réutiliser ou à renantir les sûretés à d'autres fins. Les normes CBCB-OICV recommandent aussi de limiter à une seule fois la réutilisation ou le renantissement des sûretés. Par conséquent, l'entité visée qui reçoit des sûretés réutilisées ou renanties ne peut les réutiliser ni les renantir. Toutefois, les autorités de réglementation étrangères ont interdit ou proposent d'interdire toute réutilisation ou tout renantissement des sûretés reçues comme marge initiale dans toutes les circonstances.

En traitant de la question de la réutilisation ou du renantissement des sûretés, le comité a évalué deux arguments opposés. Permettre à l'entité visée réceptrice de réutiliser ou de renantir les sûretés réduirait la demande de sûretés de haute qualité. Toutefois, la réutilisation ou le renantissement des sûretés sans restriction compliquera le repérage de l'entité visée qui les a déposées à l'origine, ce qui pourrait empêcher de les retourner en temps opportun en cas de défaillance de l'entité visée réceptrice. Les longs délais de retour des sûretés réutilisées à l'entité visée qui les a déposées à l'origine pourraient empêcher celle-ci de les utiliser et donc lui faire

subir une pression financière indue. Ce maillon faible potentiel du système pourrait entraîner des défaillances en cascade et, par suite, l'apparition d'un risque systémique. Le comité estime qu'il faudrait atteindre un équilibre entre les avantages de la réutilisation ou du renantissement des sûretés et un processus de contrôle qui permette de repérer rapidement le propriétaire des sûretés et de les retourner en temps opportun pour préserver l'intégrité de la marge initiale.

À cet égard, le comité est favorable à une position conforme aux normes CBCB-OICV. Nous proposons d'autoriser la réutilisation ou le renantissement des sûretés reçues comme marge initiale pour faciliter la couverture inverse des positions sur dérivés de l'entité visée déposante. Les sûretés reçues ne pourraient être réutilisées ou renanties qu'une seule fois.

Le comité estime également que certains contrôles sont appropriés en matière de réutilisation ou de renantissement de sûretés. Nous proposons d'exiger que l'entité visée qui en reçoit décrive les risques qu'elle prévoit raisonnablement et obtienne le consentement écrit de l'entité visée déposante avant de les réutiliser ou de les renantir. L'entité visée déposante sera ainsi avisée que les sûretés peuvent être réutilisées ou renanties. L'entité visée qui réutilise ou renantit des sûretés serait tenue d'en informer l'entité visée suivante qui les reçoit en précisant qu'elles ne peuvent pas être réutilisées ou renanties de nouveau.

Nous proposons d'obliger l'entité visée qui réutilise ou renantit des sûretés à tenir des dossiers contenant les renseignements suivants :

- a) le consentement écrit de l'entité visée qui a déposé les sûretés;
- b) le nom et l'adresse de l'entité visée qui a déposé les sûretés;
- c) le type et la valeur des sûretés réutilisées ou renanties;
- d) le nom et l'adresse de l'entité visée qui reçoit les sûretés réutilisées;
- e) des indications sur les dérivés ou opérations pour lesquels les sûretés ont été reçues à l'origine et sur l'opération de couverture inverse pour laquelle elles sont réutilisées.

Questions

11. Étant donné que la Ligne directrice du BSIF et les autorités de réglementation étrangères interdisent la réutilisation des sûretés, faudrait-il permettre la réutilisation ou le renantissement des sûretés reçues comme marge initiale? Veuillez fournir des explications. Dans l'affirmative, faudrait-il les limiter au financement de la couverture inverse du dérivé non compensé par contrepartie centrale conclu à l'origine?
12. Les entités visées devraient-elles se limiter à ne réutiliser ou à ne renantir les sûretés qu'une seule fois? Comment informer l'entité visée qui reçoit les sûretés réutilisées qu'elle ne peut pas les réutiliser?
13. Les entités visées devraient-elles n'être autorisées à réutiliser des sûretés que pour les déposer auprès d'autres entités visées ou de toute entité? Veuillez fournir des explications.

PARTIE 7 EXCLUSIONS, DISPENSES ET CONFORMITÉ DE SUBSTITUTION

Exclusion des gouvernements et du secteur public

Le projet de *Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*³⁴ (le **Règlement 94-101**) ne s'applique pas aux gouvernements, aux banques centrales, aux entités du secteur public, à la Banque des règlements internationaux et au Fonds monétaire international. Il est entendu que ces entités posent un risque de crédit minime, voire nul, à leurs contreparties, de sorte que les dérivés conclus avec elles ne posent probablement pas de risque significatif au marché financier canadien. Le comité juge parfaitement justifié de maintenir la cohérence avec le Règlement 94-101 en excluant ces entités de l'application de ces exigences de marge.

Le comité propose que les exigences de marge ne s'appliquent pas aux dérivés conclus avec les contreparties suivantes :

- a) le gouvernement du Canada, le gouvernement d'un territoire du Canada ou le gouvernement d'un territoire étranger;
- b) une société d'État dont la totalité ou la quasi-totalité des passifs est la responsabilité du gouvernement de son territoire de constitution;
- c) une entité en propriété exclusive d'un ou de plusieurs gouvernements visés au paragraphe a qui sont responsables de la totalité ou de la quasi-totalité des passifs de celle-ci;
- d) la Banque du Canada ou la banque centrale d'un territoire étranger;
- e) la Banque des règlements internationaux;
- f) le Fonds monétaire international.

Dispense pour opération intragroupe

Les normes CBCB-OICV indiquent qu'à l'heure actuelle, à l'échelle internationale, il n'est pas de pratique courante pour les contreparties aux dérivés non compensés par contrepartie centrale qui sont membres du même groupe de s'échanger les marges initiales ou les marges de variation. L'introduction d'une obligation de transférer entre membres du même groupe des marges pour ces dérivés augmenterait par conséquent la demande de sûretés de haute qualité et nécessiterait de revoir les relations intragroupe en matière d'opérations. Les normes CBCB-OICV proposent que les territoires mettent en œuvre des exigences de marge appropriées entre membres du même groupe pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale en conformité avec leur cadre juridique et réglementaire. Elles indiquent également que les obligations de compensation par contrepartie centrale n'ont pas été largement adoptées pour ce qui est des dérivés entre membres du même groupe. Compte tenu des pratiques actuelles sur les marchés et de la diversité de l'environnement juridique et réglementaire pour les dérivés conclus entre membres du même groupe, les normes CBCB-OICV indiquent qu'il pourrait être raisonnable de prévoir une

³⁴ ACVM, *Règlement 94-101 sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale*, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/instruments-derives/reglements/94-101/2016-02-24/2016fev24-94-101-cons-fr.pdf>.

dispense des exigences de marge. Toutefois, elles précisent aussi qu'il peut exister des obstacles juridiques et réglementaires à cet égard dans certains territoires.

Certaines autorités de réglementation étrangères ont proposé de dispenser les dérivés intragroupe des exigences de marge. En revanche, les organismes fédéraux américains obligent les entités visées qui concluent des swaps à collecter un montant réduit de marge initiale auprès de leurs contreparties qui sont des entités non visées membres du même groupe, lesquelles ne sont pas obligées de déposer de marge initiale.

Le comité est d'avis qu'une dispense pour opération intragroupe sur dérivés non compensés par contrepartie centrale pourrait atténuer l'incidence des coûts associés aux exigences de marge et faciliter la centralisation des couvertures et de la gestion du risque au sein des groupes de sociétés. Cependant, une dispense trop large pourrait être utilisée à mauvais escient et, dans certains cas, donner lieu à de l'arbitrage réglementaire. Elle pourrait parfois entraîner le transfert des risques associés aux dérivés non compensés par contrepartie centrale d'entités visées bien capitalisées et bien réglementées vers des membres plus faibles du même groupe.

Le comité a considéré les facteurs suivants pour élaborer une dispense pour opération intragroupe :

- a) le fait que les opérations intragroupe transfèrent l'exposition au marché de membres du même groupe que l'entité visée à leurs contreparties externes et augmentent les risques de celles-ci;
- b) le fait que les opérations intragroupe transfèrent l'exposition de membres du groupe assujettis à la réglementation prudentielle à des membres qui n'y sont pas assujettis;
- c) la cohérence avec la dispense pour opération intragroupe prévue par le Règlement 94-101.

Le comité propose de dispenser certains dérivés intragroupe des obligations d'échanger la marge initiale et la marge de variation. Les entités visées et les membres du même groupe qui se prévalent de la dispense seraient tenues d'entretenir une des relations visées dans le Règlement 94-101, à savoir, selon le cas :

- a) les entités du même groupe font ensemble l'objet d'une supervision prudentielle;
- b) leurs états financiers sont établis de façon consolidée conformément aux « principes comptables », au sens du *Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables*.

Le comité propose également d'exiger que les entités du même groupe qui se prévalent de la dispense pour opération intragroupe aient des contrôles appropriés de gestion centralisée du risque. Les entités visées seraient tenues d'aviser l'autorité en valeurs mobilières compétente de leur intention de se prévaloir de la dispense et de consigner dans leurs dossiers les conditions de

tous les dérivés dispensés. Elles devraient produire ces dossiers à la demande de l'autorité en valeurs mobilières.

Questions

14. Faudrait-il dispenser les dérivés intragroupe des exigences de marge initiale seulement ou également des exigences de marge de variation? Veuillez fournir des explications.
15. La dispense pour opération intragroupe devrait-elle être élargie à toutes les entités du même groupe sur le fondement des notions de propriété et de contrôle³⁵? Dans l'affirmative, craignez-vous qu'une dispense pour opérations entre entités du même groupe ne soit pas conforme aux obligations prévues par le Règlement 94-101, la Ligne directrice du BSIF et les règles américaines, qui prévoient des dispenses pour opération intragroupe reposant sur la notion d'états financiers consolidés? Veuillez fournir des explications.

Conformité de substitution – réglementation canadienne

Le comité ne croit pas que la bonne solution soit d'imposer des obligations en double aux entités visées.

Ayant examiné la Ligne directrice du BSIF catégorie par catégorie dans une optique ouverte et tournée vers les résultats, le comité estime que les obligations qu'elle prévoit sont équivalentes aux recommandations formulées dans le présent document de consultation. Il propose par conséquent de décharger de l'obligation de se conformer à ces exigences de marge les entités visées qui sont assujetties et conformes à cette ligne directrice. Étant donné qu'il est l'organisme de réglementation prudentielle des IFCF, le BSIF serait chargé de surveiller leur conformité.

Outre la décharge susmentionnée, le comité envisagerait de prévoir une décharge comparable de ces exigences de marge pour les entités visées qui sont assujetties et conformes à des obligations imposées par d'autres autorités de réglementation canadiennes qui sont équivalentes, pour chaque catégorie, aux principes énoncés dans le présent document de consultation. Il pourrait s'agir d'entités visées réglementées par des autorités provinciales chargées de superviser les institutions financières ou par des organismes d'autoréglementation comme l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières.

Conformité de substitution – réglementation étrangère

Le marché des dérivés de gré à gré est international et ces dérivés transcendent souvent les frontières. Il est raisonnable de s'attendre à ce que les contreparties d'une proportion élevée de dérivés de gré à gré ne résident pas dans le même territoire. Par conséquent, la coordination et la

³⁵ Les notions de propriété et de contrôle sont conformes à la dispense pour opérations entre entités du même groupe qui est prévue par les règlements locaux sur la déclaration des opérations.

coopération entre autorités de réglementation sont nécessaires en matière d'exigences de marge applicables aux dérivés transfrontaliers.

Les normes CBCB-OICV recommandent que les règles soient harmonisées dans la mesure du possible entre territoires et que les autorités de réglementation coordonnent l'application d'une seule série de règles aux dérivés conclus par des contreparties situées dans des territoires différents. Elles précisent également que les règles du pays d'accueil devraient s'appliquer aux filiales d'entités étrangères. Pour ce qui est des succursales de ces entités, les règles du pays d'origine ou du pays d'accueil peuvent s'appliquer. Certaines autorités de réglementation étrangères ont proposé des versions locales de la conformité de substitution pour certaines opérations transfrontalières.

Compte tenu de la nature internationale du marché des dérivés, il est probable que des chevauchements réglementaires se produiront. Le comité se soucie d'éviter les chevauchements inutiles, dans la mesure du possible, pour les entités visées qui réalisent des opérations transfrontalières. Il s'efforce de veiller simultanément à ce que des exigences de marge appropriées soient imposées aux dérivés conclus par des contreparties locales. Il espère que des dispositions claires sur la conformité de substitution apporteront des certitudes aux entités visées auxquelles la série de règles s'appliquera lorsqu'elles concluront des dérivés non compensés par contrepartie centrale avec des contreparties étrangères.

À cette fin, nous proposons d'évaluer les règles sur les marges de certains territoires étrangers selon leurs résultats. Les règles étrangères qui respectent les normes CBCB-OICV et donnent des résultats analogues aux exigences de marge applicables aux entités visées seraient réputées équivalentes pour les fins de la conformité de substitution. Une fois l'équivalence établie, l'entité visée serait déchargée des exigences de marge à l'égard de tout dérivé non compensé par contrepartie centrale conclu avec une contrepartie étrangère si elle se conforme aux obligations étrangères.

Pour savoir quelles exigences de marge s'appliqueraient à une opération sur dérivés entre une entité visée et une contrepartie étrangère, le comité a envisagé cinq scénarios :

- a) pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale entre une entité visée locale et une entité visée étrangère dans un territoire réputé équivalent, la conformité de substitution s'appliquerait;
- b) pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale entre une entité visée locale et une succursale d'une entité visée étrangère située dans un territoire du Canada, ces exigences de marge s'appliqueraient;
- c) pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale entre une succursale ou filiale d'une entité visée locale dans un territoire étranger et une entité visée étrangère d'un territoire réputé équivalent, la conformité de substitution s'appliquerait;

- d) pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale entre une entité visée locale et une entité visée étrangère d'un territoire qui n'est pas réputé équivalent située dans un territoire du Canada, y compris ses succursales ou filiales, ces exigences de marge s'appliqueraient;
- e) pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale entre une succursale ou une filiale d'une entité visée locale dans un territoire étranger et une entité visée étrangère d'un territoire qui n'est pas réputé équivalent, ces exigences de marge s'appliqueraient.

Dans tous les autres scénarios, ces exigences de marge s'appliqueraient.

Question

16. L'application des exigences de marge dans les cinq scénarios est-elle appropriée? Veuillez fournir des explications.

PARTIE 8 MISE EN ŒUVRE PROGRESSIVE

La mise en œuvre des exigences de marge pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale nécessitera certains changements dans les pratiques actuelles des entités visées, qui devront apporter des ajustements opérationnels et investir dans des systèmes pour se conformer. Les participants au marché devront aussi instaurer ou améliorer des mécanismes de gestion des sûretés et de planification de la liquidité pour répondre à la demande accrue de sûretés de haute qualité.

Afin d'atténuer l'incidence des exigences de marge sur les participants relativement petits au marché des dérivés, les normes CBCB-OICV recommandent de mettre en œuvre progressivement les obligations de transfert de la marge initiale et de la marge de variation. En vertu de ces normes, les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2016 excède 3 billions d'euros seraient tenues d'échanger la marge de variation à compte du 1^{er} septembre 2016, et toutes les autres y seraient tenues à compter du 1^{er} mars 2017.

Les normes CBCB-OICV recommandent également que les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2016 excède 3 billions d'euros échangent la marge initiale à compter du 1^{er} septembre 2016. Ce seuil baisse chaque année pour mettre en œuvre graduellement l'obligation d'échanger la marge initiale, selon le calendrier suivant :

- a) à compter du 1^{er} septembre 2016 pour les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2016 excède 3 billions d'euros;

- b) à compter du 1^{er} septembre 2017 pour les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2017 excède 2,25 billions d'euros;
- c) à compter du 1^{er} septembre 2018 pour les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2018 excède 1,5 billion d'euros;
- d) à compter du 1^{er} septembre 2019 pour les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2019 excède 0,75 billion d'euros;
- e) à compter du 1^{er} septembre 2020 pour les entités visées dont le montant notionnel moyen global en cours à la fin des mois de mars, d'avril et de mai 2020 excède 8 milliards d'euros.

Certaines autorités de réglementation étrangères ont mis les obligations en œuvre progressivement ou proposé de le faire, d'une manière analogue aux normes CBCB-OICV, en fixant des seuils convertis approximativement dans leur monnaie.

Ayant étudié les propositions étrangères de mise en œuvre progressive, le comité estime qu'une période de mise en œuvre progressive contribuera à atténuer les coûts associés à l'instauration de mécanismes de gestion de la liquidité et des sûretés pour les entités visées relativement petites, et qu'elle donnera aux entités visées le temps de s'ajuster à la hausse de la demande de sûretés de haute qualité et de s'en procurer suffisamment pour se conformer à ces exigences de marge. Une période de mise en œuvre progressive contribuera aussi à éviter de perturber soudainement le marché des dérivés et les activités des entités visées en la matière.

Le comité estime qu'il est parfaitement justifié d'adopter un calendrier de mise en œuvre progressive. Un calendrier analogue à celui des normes CBCB-OICV et des autres propositions étrangères facilitera l'harmonisation internationale de la mise en œuvre des exigences de marge et, par conséquent, la conformité de substitution pour les dérivés transfrontaliers. Toutefois, étant donné que les règles sur les exigences de marge applicables aux dérivés non compensés par contrepartie centrale ne seront vraisemblablement pas prêtes cette année, le comité proposera un calendrier de mise en œuvre qui s'inspire des normes CBCB-OICV dans le projet de règlement à venir.

PARTIE 9 LISTE DES QUESTIONS

1. Les contreparties centrales qui ne sont ni reconnues ni dispensées de l'obligation de reconnaissance comme chambre de compensation ou agence de compensation dans aucun territoire du Canada peuvent avoir des normes de constitution de marges différentes des exigences locales applicables aux chambres de compensation ou agences de compensation reconnues ou dispensées, ce qui pourrait compromettre l'objectif d'atténuation du risque de

la compensation par contrepartie centrale. Faudrait-il exiger que les contreparties déposent une marge pour les dérivés compensés par des chambres de compensation ou des agences de compensation qui ne sont ni reconnues ni dispensées de l'obligation de reconnaissance dans un territoire du Canada? Veuillez fournir des explications.

2. Veuillez signaler tout enjeu significatif que soulèverait l'obligation des entités visées d'obtenir une certification d'un auditeur tiers indépendant sur les modèles quantitatifs de constitution de marges et les résultats des essais.
3. Faudrait-il inclure un minimum de données sur une période de tensions financières dans les contrôles ex post des modèles quantitatifs de constitution de marges? Quel devrait être le pourcentage?
4. Existe-t-il des situations dans lesquelles il faudrait imposer des exigences de marge aux dérivés non compensés par contrepartie centrale préexistants?
5. Les entités financières dont le montant notionnel moyen global de dérivés non compensés par contrepartie centrale à la fin des mois de mars, d'avril et de mai est inférieur à 12 000 000 000 \$, à l'exclusion des opérations intragroupe, ne sont pas des entités visées et ne sont donc pas assujetties à l'exigence de marge de variation. Ce seuil est-il approprié pour l'exigence de marge de variation? Dans la négative, que devrait-il être?
6. Selon vous, existe-t-il des situations dans lesquelles il serait important de permettre l'utilisation d'une autre méthode de calcul de la marge de variation? Veuillez fournir des explications.
7. Veuillez signaler tout enjeu que soulève l'obligation d'obtenir la certification d'un tiers avant de déployer une autre méthode.
8. La Ligne directrice du BSIF inclut les titres de créance émis par des entités du secteur public (potentiellement des administrations d'échelon inférieur, des organismes et des commissions scolaires) qui sont considérées comme souveraines par les autorités nationales et des banques multilatérales de développement. Ces titres sont définis comme des sûretés admissibles dans la ligne directrice. Les ACVM devraient-elles en faire autant? Quels sont les risques et enjeux potentiels?
9. Est-il approprié d'obliger les entités visées qui utilisent un modèle de décotes quantitatif à recalculer les décotes sur les sûretés au moins tous les trois mois? Dans la négative, quelle serait la fréquence appropriée?
10. L'obligation de séparation proposée est-elle adéquate pour protéger les intérêts de l'entité visée qui dépose les sûretés?
11. Étant donné que la Ligne directrice du BSIF et les autorités de réglementation étrangères interdisent la réutilisation des sûretés, faudrait-il permettre la réutilisation ou le

renantissement des sûretés reçues comme marge initiale? Veuillez fournir des explications. Dans l'affirmative, faudrait-il les limiter au financement de la couverture inverse du dérivé non compensé par contrepartie centrale conclu à l'origine?

12. Les entités visées devraient-elles se limiter à ne réutiliser ou à ne renantir les sûretés qu'une seule fois? Comment informer l'entité visée qui reçoit les sûretés réutilisées qu'elle ne peut pas les réutiliser?
13. Les entités visées devraient-elles n'être autorisées à réutiliser des sûretés que pour les déposer auprès d'autres entités visées ou de toute entité? Veuillez fournir des explications.
14. Faudrait-il dispenser les dérivés intragroupe des exigences de marge initiale seulement ou également des exigences de marge de variation? Veuillez fournir des explications.
15. La dispense pour opération intragroupe devrait-elle être élargie à toutes les entités du même groupe sur le fondement des notions de propriété et de contrôle ? Dans l'affirmative, craignez-vous qu'une dispense pour opérations entre entités du même groupe ne soit pas conforme aux obligations prévues par le Règlement 94-101, la Ligne directrice du BSIF et les règles américaines, qui prévoient des dispenses pour opération intragroupe reposant sur la notion d'états financiers consolidés? Veuillez fournir des explications.
16. L'application des exigences de marge dans les cinq scénarios est-elle appropriée? Veuillez fournir des explications.

Annexe A

Document de consultation 95-401 des ACVM
Exigences de marges et de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale
Barème de marges initiales standardisé

Catégorie d'actifs	Exigence de marge initiale (% de l'exposition notionnelle)
Crédit : durée de 0 à 2 ans	2
Crédit : durée de 2 à 5 ans	5
Crédit : durée de 5 ans et plus	10
Marchandises	15
Titres de capitaux propres	15
Change	6
Taux d'intérêt : durée de 0 à 2 ans	1
Taux d'intérêt : durée de 2 à 5 ans	2
Taux d'intérêt : durée de 5 ans et plus	4
Autre	15

Annexe B

Document de consultation 95-401 des ACVM
Exigences de marges et de sûretés pour les dérivés non compensés par contrepartie centrale
Barème de décotes standardisé

Catégorie d'actifs	Décote (% de la valeur de marché)
Espèces dans la même monnaie, y compris les certificats de dépôt, qui ne sont pas des valeurs mobilières, émis par une banque énumérée à l'annexe I, II ou III de la <i>Loi sur les banques</i> du Canada	0
Titres de créance émis ou garantis par le gouvernement du Canada, la Banque du Canada, le gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada, la BRI, le FMI ou une banque multilatérale de développement : échéance résiduelle de moins de 1 an	Notation de AAA à AA-/A-1 : 0.5
	Notation de A+ à BBB- : 1
	Notation de BB+ à BB- : 15
Titres de créance émis ou garantis par le gouvernement du Canada, la Banque du Canada, le gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada, la BRI, le FMI ou une banque multilatérale de développement : échéance résiduelle de 1 à 5 ans	Notation de AAA à AA-/A-1 : 2
	Notation de A+ à BBB- : 3
	Notation de BB+ à BB- : 15
Titres de créance émis ou garantis par le gouvernement du Canada, la Banque du Canada, le gouvernement d'une province ou d'un territoire du Canada, la BRI, le FMI ou une banque multilatérale de développement : échéance résiduelle de plus de 5 ans	Notation de AAA à AA-/A-1 : 4
	Notation de A+ à BBB- : 6
	Notation de BB+ à BB- : 15
Titres de créance négociés sur le marché, émis et entièrement garantis par des personnes morales disposant d'une capacité financière suffisante pour remplir leurs obligations : échéance résiduelle de moins de 1 an	Notation de AAA à AA-/A-1 : 1
	Notation de A+ à BBB- : 2
Titres de créance négociés sur le marché, émis et entièrement garantis par des personnes morales disposant d'une capacité financière suffisante pour remplir leurs obligations : échéance résiduelle de 1 à 5 ans	Notation de AAA à AA-/A-1 : 4
	Notation de A+ à BBB- : 6
Titres de créance négociés sur le marché, émis et entièrement garantis par des personnes morales disposant d'une capacité financière suffisante pour remplir leurs obligations : échéance résiduelle de plus de 5 ans	Notation de AAA à AA-/A-1 : 8
	Notation de A+ à BBB- : 12
Titres de capitaux propres figurant dans les grands indices	15

boursiers canadiens	
Or	15
OPC	La plus forte décote applicable à tout titre dans lequel l'OPC peut investir
Décote supplémentaire sur les actifs si les obligations en vertu des dérivés sont dans une monnaie différente de celle de la sûreté	8

6.2.2 Publication

Aucune information.