

Alberta Securities Commission  
Autorité des marchés financiers  
British Columbia Securities Commission  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
Saskatchewan Financial Services Commission



Comité de l'infrastructure  
du marché canadien

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

M<sup>e</sup> John Stevenson, Secretary  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
20 Queen Street West  
Suite 1900, Box 55  
Toronto (Ontario)  
M5H 3S8  
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Le 9 septembre 2011

**Objet : Document de consultation 91-402 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« ACVM ») sur les dérivés : Référentiels centraux de données (le « document de consultation »)**

---

## INTRODUCTION

Le Canadian Market Infrastructure Committee (« CMIC ») se réjouit de l'occasion qui lui est donnée de présenter des observations sur le document de consultation qu'ont publié les ACVM le 23 juin 2011 relativement aux référentiels centraux de données sur les dérivés.

Le CMIC a été créé en 2010 pour représenter les points de vue consolidés des participants du marché canadien sur les changements proposés à la réglementation. Le CMIC se compose des membres suivants : Bank of America Merrill Lynch, la Banque de Montréal, la Caisse de dépôt et placement du Québec, L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, la Banque Canadienne Impériale de Commerce, Healthcare of Ontario Pension Plan, la Banque Nationale du Canada, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Banque Royale du Canada, La Banque de Nouvelle-Écosse et La Banque Toronto-Dominion.

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

Le CMIC est reconnaissant envers les ACVM de l'approche consultative qu'elles ont retenue pour examiner le cadre approprié pour la présentation d'information sur les opérations sur dérivés de gré à gré et le fonctionnement d'un référentiel central de données. Le CMIC estime que cette approche

posera les fondations pour l'élaboration d'une structure réglementaire canadienne<sup>1</sup> qui honorera les engagements pris par le Canada dans le cadre du G20 en se penchant sur les inquiétudes relatives aux risques systémiques et en effectuant la surveillance appropriée des activités du marché canadien des dérivés de gré à gré et de ses participants.

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

## **APERÇU**

La thèse du CMIC est que la formulation du régime réglementaire le plus approprié pour les référentiels centraux de données au Canada doit commencer par la constatation de l'objet de la politique fondamentale sous-jacente à l'établissement de référentiels centraux de données pour les dérivés de gré à gré. Bien que les institutions financières canadiennes et les participants au marché canadien des opérations de gré à gré s'en soient relativement bien tiré lors de la crise financière mondiale de 2007/2008, dans un certain nombre d'autres économies avancées, l'absence de transparence réglementaire à l'égard de certains dérivés de gré à gré est perçue comme une lacune de la surveillance efficace des marchés. Le principal objectif de la réforme est donc d'offrir aux organismes de réglementation du risque systémique une meilleure information sur le niveau auquel les risques reliés aux dérivés de gré à gré sont concentrés chez des participants individuels au marché ou des produits pour qu'ils soient en mesure de s'attaquer aux préoccupations concernant le risque systémique relativement à la concentration, à l'établissement de position et à l'interconnectivité.

Bien que les préoccupations relatives à certains aspects des activités sur les dérivés de gré à gré aient eu les dimensions d'une conduite inappropriée sur le marché à l'extérieur du Canada, ces inquiétudes ont été considérées comme secondaires par rapport au risque systémique. Le fait que la surveillance systémique soit le principal objectif, exigeant la saisie la plus large d'information, la conduite du marché représentant un aspect secondaire, laisse penser, à notre avis, que les organismes de réglementation du risque systémique devraient jouer le rôle central dans cette nouvelle structure réglementaire. Au Canada, cela signifie que la Banque du Canada devrait jouer le rôle déterminant dans le cadre réglementaire des référentiels centraux de données. Le fait de placer l'autorité fédérale au cœur de la réglementation des référentiels centraux de données est également compatible avec le fait que le côté « vente » du marché des dérivés de gré à gré au Canada est largement mené par des banques canadiennes et étrangères qui sont soumises au droit bancaire en vertu de la compétence fédérale exclusive.

Notre point de vue ne fait pas fi du rôle de la surveillance des pratiques du marché dans un cadre visant les référentiels centraux de données. Le CMIC estime que les pratiques du marché devraient également être abordées de façon appropriée, mais en tant qu'objectif secondaire. Tel qu'il est examiné plus en détail ci-après, le CMIC estime que dans les limites de leur compétence et mandat législatif respectif, chacune des autorités provinciales et territoriales de réglementation des valeurs mobilières devrait participer au cadre visant les référentiels centraux de données d'une façon qui permet à chacun de s'acquitter de ses responsabilités de surveillance de pratiques du marché dans son territoire respectif. Il s'agit d'un exemple canadien type de défi de compétence mixte dont la solution ne peut être trouvée que dans une solution intergouvernementale harmonisée de coopération

---

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

qui permet à chaque palier de gouvernement de s'acquitter de ses responsabilités dans ses secteurs de compétence respectifs.

Nos points de vue exprimés aux présentes reflètent le fait que le marché des dérivés de gré à gré est un marché mondial, les participants au marché canadien ne représentant qu'une part relativement petite (environ 1,9 % du montant théorique brut négocié). Un fort pourcentage des opérations conclues par les participants au marché canadien est transigé avec des institutions financières non canadiennes et nous croyons donc que les règles établies pour les référentiels centraux de données canadiens doivent être harmonisées avec les normes mondiales en tenant dûment compte des caractéristiques du marché et du droit canadiens.

Le cadre canadien pour les référentiels centraux de données doit être compatible avec les protocoles internationaux. Des obligations réglementaires uniques, contradictoires ou faisant double emploi à l'intérieur du Canada mineront la capacité des référentiels centraux de données d'amasser des données qui permettront la mise en place d'une surveillance réglementaire appropriée. La capacité de surveiller l'information à l'échelle mondiale sera sans aucun doute tributaire de l'échange d'information avec les organismes de réglementation et les référentiels centraux de données situés à l'extérieur du Canada. L'adoption au Canada, de façon harmonisée, des normes et protocoles élaborés par des organismes internationaux<sup>2</sup> éliminera le risque d'un cadre canadien incompatible. Il n'y a aucun avantage (et en fait beaucoup d'inconvénients) à produire des solutions canadiennes qui ne concorderaient pas avec les exigences sectorielles mondiales, comme des normes de fonctionnement ou des identificateurs uniques.

Les opérations sur dérivés de gré à gré font souvent intervenir une multitude de parties dans de multiples territoires, ce qui ne fait que souligner la complexité et le besoin de solutions harmonisées. En fait, il n'est pas rare qu'une opération de gré à gré touche juridiquement six territoires différents. On pourrait donner comme exemple un swap sur le rendement total dans lequel les actions sous-jacentes sont émises par une société albertaine, conclu entre une caisse de retraite établie en vertu des lois de la Colombie-Britannique, mais agissant par l'entremise d'un bureau en Ontario, une banque allemande agissant par l'entremise de sa succursale de Londres dont les fonctions accessoires sont centralisées à New York, les biens admissibles donnés en garantie étant des dettes obligataires d'un gouvernement canadien et des titres du Trésor américain. Si chaque province avait des règles relatives à la surveillance du risque systémique, y compris des règles relatives aux référentiels centraux de données et aux contreparties centrales de compensation, il y aurait un risque grave de chevauchement ou d'incompatibilité des exigences entre les provinces, ce qui pourrait finalement désavantager les participants au marché canadien par rapport à leurs concurrents.

En résumé, il y a cinq raisons précises d'appuyer une approche harmonisée :

1. Les participants au marché faisant affaire dans plusieurs provinces ne devraient pas être soumis au risque d'obligations réglementaires relatives aux référentiels centraux de données qui soient incompatibles ou contradictoires.
2. Un référentiel central de données qui souhaite être chargé d'opérations qui touchent plusieurs territoires canadiens ne devrait pas avoir à respecter des critères différents et potentiellement contradictoires.

---

<sup>2</sup> Y compris le CSPR-OICV, l'ISDA, l'ODRF, l'ODSG. Le CMIC considère les normes du CSPR-OICV comme les normes internationales relatives au cadre des référentiels centraux de données, l'ODRF (OTC Derivatives Regulators' Forum) comme la norme internationale pour les exigences réglementaires, les normes de l'ODSG (OTC Derivatives Supervisors Group) comme les normes internationales de mise en œuvre et les normes de l'IIGC (ISDA Industry Governance Committee) comme les normes internationales pour la structure de gouvernance.

3. Les participants au marché ne devraient pas être assujettis à un fardeau excessif par des règlements incohérents ou faisant double emploi.
4. Afin d'obtenir la présentation efficace d'information à un référentiel central de données et l'agrégation de données utiles par un référentiel central de données, la constance des données présentées sur les opérations partout au Canada (et à l'échelle mondiale) est essentielle.
5. Sans doute ce qui est le plus important en termes de politique, des exigences contradictoires au sein du cadre canadien des référentiels centraux de données ne permettraient pas d'atteindre l'objectif principal visant à élaborer un régime pour les référentiels centraux de données, à savoir, permettre aux organismes de réglementation du risque systémique de déceler la présence d'un risque systémique sur le marché canadien des dérivés de gré à gré découlant de l'établissement de positions, de la concentration et de l'interconnectivité.

L'approche législative que nous suggérons aux ACVM d'envisager comporterait l'élaboration par les autorités fédérales d'une législation fédérale qui mettrait l'accent sur les exigences visant les référentiels centraux de données de la Banque du Canada aux fins de la surveillance du risque systémique. Cette législation fédérale devrait être élaborée sur une base coopérative par les autorités fédérales de concert avec les autorités provinciales de réglementation des valeurs mobilières et l'industrie pour veiller à ce que le texte législatif fédéral soit compatible avec les responsabilités relatives aux pratiques du marché des autorités provinciales de réglementation des valeurs mobilières. Les autorités provinciales de réglementation des valeurs mobilières pourraient quant à elles ensuite adopter des règles qui reconnaissent un référentiel central de données qui satisfait aux exigences du programme intergouvernemental convenu énoncé dans la législation fédérale et aborder les autres questions relevant de la compétence des provinces.

Le besoin de protocoles d'entente détaillés entre les autorités de réglementation internationales pour créer des cadres qui procureront aux organismes de réglementation au Canada et à l'échelle mondiale la transparence dont ils ont besoin ne fait que renforcer l'importance de la coopération internationale. Compte tenu des recommandations énoncées dans le document de consultation, le CMIC estime que la signature de ces protocoles d'entente par les organismes canadiens de réglementation constitue l'une des conditions préalables les plus importantes pour la réussite de la mise en œuvre d'un régime visant les référentiels centraux de données. Il en sera ainsi peu importe si la structure canadienne fait appel à des référentiels centraux de données mondiaux ou si les organismes canadiens de réglementation choisissent, à un moment ultérieur, après étude approfondie et surveillance continue des faits nouveaux sur le plan international, de mettre au point un référentiel central de données canadien.

Considérées dans leur ensemble, et individuellement dans bien des cas, les recommandations des ACVM exigeront d'importants changements aux modèles de gestion et à l'infrastructure qui sont à la fois coûteux et complexes dans leur mise en œuvre. Le CMIC suggère que les délais de mise en œuvre soient échelonnés de façon appropriée et conformément à l'évolution de la réglementation internationale. Les ACVM devraient examiner attentivement la possibilité d'échelonnement avant d'arrêter une feuille de route définitive pour la mise en œuvre. Le CMIC demeurera disponible à des fins de consultation pendant toute la durée de cette période d'étude. En tant que petit marché, le secteur estime que la réforme mondiale devrait être étudiée et adaptée à notre marché intérieur, mais que le Canada ne devrait pas tenter de fixer des normes dans ce domaine si ce n'est par l'entremise de son adhésion à divers organismes internationaux de réglementation.

À plusieurs reprises dans la présente lettre, le CMIC souligne le besoin d'examiner davantage les incidences pratiques de l'élaboration d'un régime réglementaire pour les référentiels centraux de données. Pour que le Canada et les participants au marché établi au Canada demeurent

concurrentiels sur les marchés mondiaux tout en maintenant des normes réglementaires élevées, les organismes de réglementation et le secteur doivent impérativement consacrer du temps à l'étude de ces questions pour parvenir à une surveillance efficace du risque.

## **SOMMAIRE DE LA RÉPONSE**

Le texte qui suit résume la réponse du CMIC au document de consultation, en suivant les trois grandes rubriques du document de consultation, et comprend la réponse directe du CMIC aux six questions des ACVM. Après le présent sommaire, la réponse précise du CMIC à chacune des recommandations des ACVM est énoncée.

### **Recommandation du document de consultation 1. Obligations des référentiels centraux de données**

Les points de vue du CMIC concordent généralement avec la recommandation des ACVM selon laquelle les référentiels centraux de données actifs au Canada devraient se conformer aux normes recommandées par le CSPR-OICV pour l'infrastructure du marché financier (IMF) et pour les référentiels centraux de données. Le CMIC estime que l'adhésion à ces normes internationales comporte comme avantage de faciliter le partage de l'information entre les organismes de réglementation internationaux et de réduire la possibilité de fragmentation des données. Nous convenons avec les ACVM que les lois canadiennes devraient, au besoin, être modifiées afin d'intégrer les conditions générales nécessaires à la reconnaissance d'un référentiel central de données. Il y a cependant certains points à l'égard desquels nos points de vue s'écartent des recommandations des ACVM ou qui exigent davantage d'éclaircissements. Ces points sont résumés ci-dessous.

- **Recommandation 1 c) :** Conformément aux pratiques usuelles, le conseil d'administration d'un référentiel central de données devrait être chargé de résoudre les conflits d'intérêts, et le chef de la conformité devrait collaborer avec le conseil à cet effet, conformément aux règles que proposent la CFTC et la SEC.
- **Recommandation 1 d) :** Il peut ne pas être possible de reprendre les activités dans les deux heures de toute interruption, compte tenu de la diversité des éventualités qui peuvent interrompre le fonctionnement d'un référentiel central de données. Le CMIC estime que dans certaines circonstances, la reprise des activités en fin de journée devrait être autorisée.
- **Recommandation 1 f) :** Le CMIC estime qu'il y a des situations dans lesquelles un référentiel central de données ne peut empêcher « toute utilisation de données ». Par exemple, lorsque des données sont communiquées à un organisme de réglementation tiers et que le référentiel central de données ne peut plus détecter ni empêcher toute utilisation ultérieure interdite de données. Le CMIC recommande un cadre de partage de données international comme l'Accord multilatéral du CSPR-OICV visant à empêcher l'utilisation abusive de données.

### **Recommandation du document de consultation 2. Obligations relatives à la déclaration**

Les points de vue du CMIC concordent largement avec la recommandation des ACVM voulant que les obligations relatives à la déclaration pour les participants au marché canadien concordent avec les normes internationales. Les règles canadiennes devraient bénéficier des progrès réalisés dans d'autres territoires afin de parvenir à un processus de déclaration efficace, et ce de façon efficiente. L'élaboration unilatérale d'une solution canadienne locale à des obligations mondiales s'appliquant à l'ensemble de l'industrie (voire, ce qui serait encore pire, l'adoption de différents régimes à l'intérieur du Canada) entraînerait d'importants inconvénients; comme, à titre d'exemple notable, des approches

canadiennes qui ne concordent pas avec les normes de fonctionnement des référentiels centraux de données et des identificateurs uniques.

Le point de vue du CMIC s'écarte de l'approche des ACVM relativement à certains points, qui sont résumés ci-dessous.

- Recommandation 2. a)ii) : Le CMIC ne croit pas que l'obligation de déclarer des opérations déjà en cours dans les 180 jours de la date d'entrée en vigueur des nouvelles obligations de déclaration soit pratique sur le plan opérationnel. Le CMIC envisage de collaborer avec les organismes de réglementation pour élaborer une feuille de route permettant de faire la déclaration des opérations déjà en cours à partir du moment où les organismes de réglementation auront approuvé un référentiel central de données. Nous recommandons également une approche échelonnée en fonction de la complexité des produits et des données déclarées.
- Recommandation 2. e)iii) : Les ACVM devront expliquer clairement que les « ententes juridiques intégrales signées » ne renvoient qu'aux modalités financières de l'opération.
- Recommandation 2. e)iv) : Le CMIC recommande aux ACVM d'entreprendre une étude approfondie concernant l'obligation de déclarer de l'information continue et des données de valorisation pour des négociations bilatérales structurées, dont la complexité est beaucoup plus grande que celle des dérivés conventionnels.
- Recommandation 2. g) : Le CMIC convient que la transparence du marché est un objectif important de la réforme de la réglementation des dérivés de gré à gré. Le CMIC s'inquiète toutefois que la mise à disposition au public de données sur des opérations et des positions dans le contexte du marché canadien des dérivés de gré à gré, qui compte un nombre relativement petit de participants, pourrait servir à désosser les positions propres à des firmes et permettre une manipulation du marché. Le CMIC envisage de collaborer avec les organismes de réglementation sur la façon de respecter les obligations de transparence du marché sans toutefois miner l'intégrité et le fonctionnement du marché.

### **Recommandation du document de consultation 3. Accès aux renseignements confidentiels contenus dans les référentiels centraux de données**

Le CMIC est d'accord avec les trois volets de cette recommandation et souligne l'importance décisive de veiller à ce que les données confidentielles des référentiels centraux de données ne soient pas mises à la disposition du public pour les motifs énoncés ailleurs dans la présente lettre.

### **QUESTIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION**

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

Le CMIC reconnaît qu'il existe un éventail de possibilités quant à la propriété. Le CMIC propose que la structure de propriété et de gouvernance d'un référentiel central de données canadien soit incluse dans l'étude envisagée (recommandation 2. d)ii)).

Il sera nécessaire d'effectuer une étude attentive des forces et des faiblesses des différentes options de propriété. Ces options devront être étudiées dans le contexte de l'utilisation de l'infrastructure d'un

référentiel central de données existant non domicilié au Canada ou de la création d'un référentiel central de données domicilié au Canada. L'étude des options de propriété devrait reconnaître que les caractéristiques en matière de technologie, de gouvernance et d'accès sont plus importantes que la question de la propriété réelle et chaque option devrait être analysée à la lumière de ces considérations. Un référentiel central de données aura besoin d'une solution technique qui soit compatible à l'échelle mondiale. De plus, chaque référentiel central de données doit avoir une structure de gouvernance appropriée qui assure un accès libre et équitable à tous les participants au marché et uniformise les règles du jeu pour les participants au marché canadien et aux marchés internationaux quant à toutes les catégories de produits. Les droits à payer pour l'utilisation, les protocoles de protection des renseignements personnels et les fonctionnalités ne devraient pas être prohibitifs ni incompatibles avec les normes internationales de sorte que les participants au marché canadien sont désavantagés par rapport à leurs concurrents internationaux. Le régime de référentiels centraux de données doit reconnaître le caractère unique du marché canadien.

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

Il est important d'élaborer des délais de mise en œuvre qui soient adaptés à chaque catégorie d'actif et aux pratiques du marché relativement aux produits sous-jacents. Pour les opérations qui sont soit exécutées sur une plate-forme de négociation électronique ou encore compensées, la capacité de les déclarer en temps réel peut être atteinte dans un délai raisonnable à mesure que les protocoles internationaux et la technologie évoluent. Toutefois, pour ce qui est des opérations qui sont confirmées bilatéralement sur papier, d'importants changements aux processus opérationnels et à la technologie seraient nécessaires pour parvenir à les déclarer en temps réel. Toute proposition envisageant une pratique du marché qui comporte la déclaration en temps réel devrait être échelonnée en fonction du type d'opération, de la catégorie d'actif, de la technologie courante, du coût et de l'importance relative.

Le CMIC souhaiterait mieux comprendre et explorer avec les ACVM pourquoi les organismes de réglementation demandent la déclaration d'information en temps réel. Un référentiel central de données n'est pas un marché, mais simplement une base de données. Bien que l'information à jour soit nécessaire, l'avantage additionnel d'obtenir la déclaration d'information sur les opérations sur dérivés en temps réel devrait être examiné soigneusement, en pesant les avantages perçus contre les défis posés. Par ailleurs, les délais au cours desquels la déclaration d'information en temps réel peut être atteinte sont fortement tributaires i) du niveau des données qui doivent être déclarées, ii) de la complexité de l'opération sous-jacente et iii) de la disponibilité de la technologie nécessaire. Le Canada n'est pas seul à être confronté aux défis de la déclaration d'information en temps réel sur des opérations non transigées de façon électronique. Le CMIC recommande que les délais accordés pour la déclaration d'information en temps réel dépendent de l'évolution des exigences au niveau mondial et des technologies connexes. Toutefois, si la déclaration d'information en temps réel est exigée, les délais de mise en œuvre pour la déclaration d'information en temps réel devraient être compatibles avec l'approche échelonnée de la déclaration d'information à un référentiel central de données décrite dans la recommandation 2 a)ii) de la présente réponse.

*Nota : Les réponses aux deux questions suivantes (question n° 3 et question n° 5) sont regroupées ci-dessous.*

**Question du document de consultation n° 3 :** *Quel serait le seuil approprié pour les opérations en bloc sur le marché canadien?*

**Question du document de consultation n° 5 :** *Serait-il acceptable d'établir un seuil uniforme pour les opérations en bloc sur toutes les catégories d'actifs ou vaudrait-il mieux établir des seuils*

*différents selon les catégories d'actifs? Dans le deuxième cas, quels seraient les seuils appropriés pour chaque catégorie d'actifs?*

Le CMIC convient avec les ACVM qu'« il faudra pousser plus loin l'étude pour déterminer ce qui constitue une opération en bloc dans diverses catégories de dérivés sur le marché canadien ». Comparativement aux États-Unis, le marché canadien des dérivés de gré à gré compte beaucoup moins de participants et de fournisseurs de liquidités. Le niveau du seuil pour les opérations en bloc fixé pour le marché canadien doit tenir compte des caractéristiques des opérations et des liquidités qui sont propres au marché canadien en plus de la catégorie d'actifs et de la complexité. Il est important de signaler qu'aux États-Unis, le dialogue se poursuit entre les organismes de réglementation et l'industrie au sujet des seuils appropriés pour les opérations en bloc.<sup>3</sup>

Le CMIC recommande que les règles relatives au seuil pour les opérations en bloc soient adaptées selon les catégories d'actifs et selon la complexité du produit et les échéances au sein de cette catégorie d'actifs. Cela concorde avec les points de vue connexes exprimés par l'ISDA.<sup>4</sup> La SEC a déclaré qu'il est nécessaire d'inclure dans l'établissement de ces règles [Traduction] « [la spécification] des critères pour établir ce qui constitue une importante opération théorique de swap à base de titres (opération en bloc) *pour des marchés et contrats en particulier* »<sup>5</sup> (c'est nous qui soulignons), reconnaissant que [Traduction] « [la SEC] garde à l'esprit qu'il peut y avoir des différences entre le marché des swaps à base de titres et les autres marchés des valeurs mobilières que [la SEC] régleme ».<sup>6</sup> Pour les swaps, la CFTC proposait que [Traduction] « la taille minimale des opérations en bloc [soit] établie en fonction du *type* d'instrument de swap ».<sup>7</sup> (c'est nous qui soulignons). Le CMIC soumet également que les règles relatives au seuil pour les opérations en bloc devraient être mises en œuvre d'une façon qui ne nuit pas à la liquidité du marché. Cette soumission est compatible avec les concepts qu'ont exprimés l'ISDA<sup>8</sup> et la SEC.<sup>9</sup>

<sup>3</sup> Pour les swaps sur défaillance de crédit (SDC), la SEC a délimité des critères généraux pour définir la taille des opérations en bloc (voir Securities and Exchange Commission, file No. S7-34-10; Release No. 34-63346. « Security-Based Swap Block Trade Definition Analysis. » 13 janvier 2011. Disponible au : <http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf>) mais n'a pas proposé de seuil précis, invoquant le besoin de recueillir des observations supplémentaires du public et [Traduction] « de recueillir et d'analyser des données supplémentaires auprès du marché des swaps à base de titres » (voir Securities and Exchange Commission Release No. 34-63446; File No. S7-34-10, RIN 3235-AK80, « Regulating SBSR – Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information. » 19 novembre 2010. Disponible au : <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63446.pdf> (page 80)). Pour les swaps sur taux d'intérêt (STI), la CFTC a proposé que les contrats de swap soient regroupés [Traduction] « en de vastes catégories d'instruments de swap pour établir le seuil minimal approprié pour les opérations en bloc » (Voir « Real Time Public Reporting of Swap Transaction Data, Proposed Rule. » 75 Fed. Reg. 76140-76183. 7 décembre 2010. Disponible au : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-29994a.pdf> (page 76154)), mais l'ISDA a décrit la catégorisation envisagée par la CFTC comme [Traduction] « excessivement large » et demandé [Traduction] « une définition plus restreinte des instruments de swap avec des règles adaptées de façon appropriée » relativement au seuil pour les opérations en bloc (voir ISDA. « Block trade reporting for over-the-counter derivatives markets. » 18 janvier 2011. Disponible au : <http://www.isda.org/speeches/pdf/Block-Trade-Reporting.pdf> (page 24)).

<sup>4</sup> [Traduction] « Les règles [relatives au seuil pour les opérations en bloc] devraient être adaptées aux produits et aux marchés. Les règles relatives aux produits moins liquides devraient être établies différemment des règles établies pour les produits plus liquides. Il n'y a pas de taille universelle. » (Voir ISDA. « Block trade reporting for over-the-counter derivatives markets. » 18 janvier 2011. Disponible au : <http://www.isda.org/speeches/pdf/Block-Trade-Reporting.pdf> (page 28)).

<sup>5</sup> Securities and Exchange Commission. Release No. 34-63446; File No. S7-34-10, RIN 3235-AK80. « Regulating SBSR – Reporting and Dissemination of Security-Based Swap Information. » 19 novembre 2010, Disponible au : <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63446.pdf> (page 11)

<sup>6</sup> Ibid. (page 6)

<sup>7</sup> « Real Time Public Reporting of Swap Transaction Data, Proposed Rule. » 75 Fed. Reg. 76140-76183. 7 décembre 2010. Disponible au : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-29994a.pdf> (page 76145)

<sup>8</sup> Les seuils relatifs aux opérations en bloc devraient être [Traduction] « établis de façon à ne pas nuire à la liquidité... [et] les règles relatives aux produits moins liquides devraient être différentes des règles relatives aux produits plus liquides ». Voir plus haut note 4 (page 28)

<sup>9</sup> La définition de la taille des opérations en bloc [Traduction] « doit être énoncée d'une façon qui tient compte de la question à savoir si la divulgation au public d'opérations [importantes de swap à base de titres] réduirait considérablement la liquidité du marché ». Voir plus haut note 5 (page 80)



**Question du document de consultation n° 4 : Après quel délai faudrait-il publier les opérations en bloc?**

Le CMIC est d'accord avec la distinction que font les ACVM entre deux types de délais de déclaration, c.-à-d. 1) des normes pour la déclaration d'opération à un référentiel central de données dans un délai précis suivant l'exécution de l'opération (« déclaration de l'exécution ») et 2) des délais précis avant la diffusion au public d'information sur les opérations en bloc (« délai pour opération en bloc »). Conformément aux inquiétudes soulevées dans la réponse à la recommandation 2 g), le CMIC se préoccupe beaucoup de la publication de données sur les opérations en bloc en raison i) du risque de divulgation de renseignements confidentiels par inadvertance, ii) de la capacité de désosser des stratégies de négociation et iii) du risque que le petit nombre de participants au marché relativement importants au Canada puisse mener à la capacité de dériver les positions individuelles des participants. Par conséquent, le CMIC estime fortement que la présentation d'information sur les opérations en bloc au public ne devrait être faite qu'à la fin du trimestre qui suit la date d'exécution de l'opération (c.-à-d. que la déclaration d'une opération exécutée le 28 mars devrait être rendue publique à la fin de juin). Une telle approche permettrait d'atteindre un équilibre entre l'objectif de transparence et le besoin de préserver la liquidité du marché.

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

Le CMIC estime que les seuils pour les opérations en bloc devraient être évalués au moins trimestriellement pour veiller à ce que ces seuils reflètent correctement les conditions courantes du marché, y compris la liquidité. Toutefois, comme un répondant à la règle proposée par la SEC l'a souligné, la liquidité [Traduction] « peut fluctuer notablement selon les instruments négociés, [particulièrement pour les dérivés de crédit] lesquels peuvent passer du stade de liquide à illiquide en une question de semaines et de mois ». <sup>10</sup> Le CMIC estime que les règles régissant la fréquence des évaluations devraient être adaptées suivant la catégorie d'actifs et la complexité et devraient refléter les caractéristiques uniques du marché canadien des dérivés. Nous croyons qu'il doit y avoir en place un mécanisme pour l'évaluation immédiate des seuils en période de stress sur le marché. Un mécanisme devrait être établi et maintenu au Canada entre les organismes de réglementation et les participants au marché suivant lequel toute partie peut demander une évaluation immédiate des seuils pour les opérations en bloc en fonction d'importantes éventualités ou tendances touchant les marchés. Le CMIC recommande également l'établissement d'un processus officiel pour interjeter appel à l'égard des changements apportés aux délais et aux seuils pour les opérations en bloc.

---

<sup>10</sup> Response of Barclays Capital Inc. to SEC. 11 février 2010. Disponible au : <http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-56.pdf> (page 2)

## RÉPONSES PRÉCISES AUX RECOMMANDATIONS DU DOCUMENT DE CONSULTATION DES ACVM

À des fins d'exhaustivité, le CMIC a fourni des réponses à chacune des recommandations contenues dans le sommaire du document de consultation. L'annotation ci-dessous suit celle du document de consultation.

### 1. Obligations des référentiels centraux de données

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

Le CMIC appuie la proposition voulant que pour exercer leurs activités au Canada, les référentiels centraux de données devraient être tenus de respecter les normes de gouvernance et de fonctionnement internationalement reconnues au sens défini dans les documents de consultation du CSPR-OICV sur les référentiels centraux de données<sup>11</sup> et l'infrastructure des marchés financiers<sup>12</sup>. Dans l'adjudication de sa demande de proposition pour un référentiel central de données, l'ISDA a annoncé que son référentiel central de données [Traduction] « respectera tous les règlements actuels et futurs régissant les référentiels centraux »<sup>13</sup> ce qui est réputé être conforme aux normes du CSPR-OICV. Les intérêts du Canada sont bien représentés dans le CSPR par la Banque du Canada<sup>14</sup> et dans l'OICV par l'Autorité des marchés financiers (« AMF »), la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (« CVMO »), l'Alberta Securities Commission (« ASC »), et la British Columbia Securities Commission (« BCSC »).<sup>15</sup>

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

Le CMIC appuie une gouvernance solide et robuste pour tout référentiel central de données. Le conseil d'administration des référentiels centraux de données devrait se composer de personnes possédant des compétences pertinentes et diversifiées pour s'acquitter de leurs responsabilités quant à la gestion et à la gouvernance d'un référentiel central de données, conformément aux normes du CSPR-OICV.<sup>16</sup> Les rôles et responsabilités du conseil d'administration, ainsi que les processus [Traduction] « pour prévenir les conflits d'intérêt des membres, les déceler, les aborder et les gérer » devraient être clairement documentés, conformément aux recommandations du CSPR-OICV.<sup>17</sup> Le

<sup>11</sup> Banque des règlements internationaux. Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs. « Consultative Report - Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets. » Mai 2010. Disponible au : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD321.pdf>

<sup>12</sup> Banque des règlements internationaux. Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs. « Consultative Report - Principles for financial market infrastructure. » Mars 2011. Disponible au : <http://www.bis.org/publ/cpss94.pdf>

<sup>13</sup> Communiqué de presse de l'ISDA : « ISDA Announces Commodity Derivatives Trade Repository Selection. » 14 juin 2011. Disponible au : <http://www2.isda.org/attachment/MzlwNw==/CommodityRepositorySelection.pdf>

<sup>14</sup> Banque des règlements internationaux. « Fact Sheet: Committee on Payment and Settlement Systems. » Disponible au : <http://www.bis.org/about/factcpss.htm>

<sup>15</sup> CSPR-OICV. « Members of the Inter-American Regional Committee. » Disponible au : [http://www.iosco.org/lists/display\\_committees.cfm?cmtid=9](http://www.iosco.org/lists/display_committees.cfm?cmtid=9)

<sup>16</sup> Voir plus haut note 11 (section 3.4)

<sup>17</sup> Voir plus haut note 12 (Principle 2, Key Consideration 3)

conseil d'administration devrait compter une proportion de membres indépendants, ce qui est également conforme aux recommandations du CSPR-OICV<sup>18</sup>, en plus d'une proportion adéquate de membres du secteur financier. Ces exigences devraient s'appliquer à un référentiel central de données indépendamment de la propriété et de la structure juridique.

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

Le CMIC appuie une solide culture de conformité pour les référentiels centraux de données. Tous les référentiels centraux de données devraient désigner un chef de la conformité dont les responsabilités concordent avec celles qui sont actuellement décrites pour le chef de la conformité des SDR dans la loi Dodd-Frank<sup>19</sup> et dans les règles connexes que proposent la CFTC<sup>20</sup> et la SEC<sup>21</sup>.

Le CMIC sait que l'objet de cette proposition (et des règles américaines correspondantes) est de veiller à ce que les référentiels centraux de données comptent une personne ou un service spécialisé chargé de maintenir la conformité. Le CMIC soumet toutefois que conformément aux pratiques usuelles, la principale responsabilité quant à la résolution des conflits d'intérêts devrait incomber au conseil d'administration, travaillant évidemment de concert avec le chef de la conformité.

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

Le CMIC convient que les référentiels centraux de données devraient avoir de solides capacités de gestion et d'atténuation des risques opérationnels, y compris des systèmes de secours conformément à la recommandation du CSPR-OICV selon laquelle [Traduction] « des plans de continuité des opérations et des installations de secours devraient être mis sur pied pour permettre la reprise des opérations en temps utile. »<sup>22</sup> Toutefois, le CMIC s'inquiète d'une proposition qui rend obligatoire « la reprise des activités dans les deux heures de toute interruption » (c'est nous qui soulignons). Même si nous reconnaissons que la position des ACVM concorde avec les propositions actuelles du CSPR-OICV, le CMIC estime que des interruptions peuvent être occasionnées par de nombreux facteurs indépendants de la volonté des référentiels centraux de données, et les incidences peuvent être temporaires comme elles peuvent être prolongées. Le CMIC recommande donc de tenir compte des circonstances extrêmes qui exigent plus de deux heures pour la reprise des opérations.

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

Le CMIC appuie la proposition des ACVM voulant que les référentiels centraux de données aient des obligations de divulgation publique à des fins d'accès et de participation et que ces obligations ne touchent pas ni ne restreignent la capacité des participants au marché de participer aux marchés des dérivés de gré à gré. Le CMIC est d'accord avec la proposition des ACVM voulant que les référentiels centraux de données offrent un accès à tous les participants du marché.

<sup>18</sup> Voir plus haut note 12 (Principe 2, Key Consideration 4)

<sup>19</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H.R. 4173, 111<sup>th</sup> Congress (2010). Disponible au : [http://docs.house.gov/rules/finserv/111\\_hr4173\\_finsrvcr.pdf](http://docs.house.gov/rules/finserv/111_hr4173_finsrvcr.pdf) (Section 728: "Designation of Chief Compliance Officer")

<sup>20</sup> « Swap Data Repositories, Proposed Rule. » 75 Fed. Reg. 80898-80945. 23 décembre 2010. Disponible au : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-31133a.pdf> (page 80934)

<sup>21</sup> « Security-Based Swap Data Repository Registration, Duties, and Core Principles. » 75 Fed. Reg. 77306-77377. 10 décembre 2010. Disponible au : <http://www.sec.gov/rules/proposed/2010/34-63347fr.pdf> (page 77341)

<sup>22</sup> Voir plus haut note 12 (page 75)

Le CMIC appuie également la recommandation voulant qu'un référentiel central de données accepte les données sur toutes les opérations se rapportant à une catégorie d'actifs en particulier de tout participant au marché. Le CMIC considère que cette recommandation limitera le nombre de référentiels centraux de données nécessaire pour soutenir le marché canadien et évitera un certain nombre de résultats indésirables, comme la fragmentation de données, l'interruption de la couverture de produits et le double emploi des obligations relatives à la déclaration. Par ailleurs, en limitant le nombre de référentiels centraux de données, la transparence générale post-négociation est rehaussée. La consolidation devrait également réduire le risque d'erreurs de déclaration et de déclarations non réussies en plus de faciliter la mise en œuvre de liens entre les participants au marché et les référentiels centraux de données.

Sans restreindre la portée des principes qui précèdent, le CMIC est d'avis que les catégories d'actifs précises pour lesquelles un référentiel central de données accepte des données devront probablement être échelonnées au fil du temps à mesure que l'infrastructure technologique requise pour appuyer la déclaration est aménagée.

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

Le CMIC appuie la proposition selon laquelle les référentiels centraux de données devraient gérer des renseignements confidentiels conformément aux normes du CSPR-OICV pour la sauvegarde des données.<sup>23</sup> Le CMIC appuie également la proposition selon laquelle les référentiels centraux de données devraient être dotés de la gouvernance appropriée pour éviter les conflits d'intérêts<sup>24</sup> conformément aux normes du CSPR-OICV.<sup>25</sup> Le référentiel central de données devrait avoir un processus rigoureux de connaissance du client et d'habilitation pour veiller à ce que seuls des utilisateurs autorisés et authentifiés aient accès aux données que le référentiel central de données a rassemblées. Ces utilisateurs autorisés et authentifiés ne devraient être autorisés à visionner que les données précises auxquelles ils ont droit. Chaque référentiel central de données devrait avoir de robustes politiques d'identification et d'atténuation du risque relativement aux liens vers des tiers pour veiller à ce qu'il n'y ait aucune fuite pendant le transfert de données.

Le CMIC s'inquiète toutefois d'une conséquence possible de la proposition des ACVM selon laquelle les référentiels centraux de données devraient « prévenir toute utilisation de données qui pourrait entraîner un conflit d'intérêts » (c'est nous qui soulignons). Il pourrait en résulter que le référentiel central de données soit responsable d'un usage abusif de données par un utilisateur autorisé de données du référentiel central de données. Par exemple, un organisme de réglementation étranger dûment autorisé pourrait extraire des données auxquelles il a droit du référentiel central de données et les envoyer ensuite à un tiers dont l'utilisation des données pourrait entraîner un conflit d'intérêts. Dans cet exemple, le référentiel central de données ne serait même pas au courant de cet usage abusif et ne serait donc pas en mesure de l'empêcher. Le CMIC est d'avis qu'il est essentiel d'établir un cadre de coopération global entre les organismes de réglementation afin de s'assurer de la sauvegarde des données confidentielles, notamment en ce qui a trait aux fuites et aux usages abusifs. Un tel cadre est déjà utilisé dans l'accord multilatéral élaboré par l'OICV<sup>26</sup> et signé par divers organismes internationaux ainsi que par l'ASC, la BCSC, et la CVMO.

<sup>23</sup> Voir plus haut note 11 (page 10 - Factor 6: "Safeguarding of Data")

<sup>24</sup> Bien que le document de consultation des ACVM n'aborde que les conflits d'intérêts, la modification par la CFTC de la partie 49 indique que l'utilisation de données déclarées à des fins commerciales est interdite à moins que le déposant n'y consente. Il peut être utile que les déposants aient l'option de permettre l'utilisation commerciale des données.

<sup>25</sup> Voir plus haut note 11 (page 9 - Factor 4: "Governance")

<sup>26</sup> CSPR-OICV. « Accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations » Mai 2002. Disponible au : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126-French.pdf>

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

Le CMIC convient qu'un référentiel central de données devrait être considéré comme un participant au marché afin qu'il soit assujéti aux mêmes normes que les autres entités de l'infrastructure du marché comme les agences de compensation, les systèmes de déclaration des opérations et de cotation et les bourses, ainsi que pour faciliter la surveillance de leurs opérations par les organismes de réglementation que ce soit aux fins des pratiques du marché au niveau provincial ou aux fins du risque systémique au niveau fédéral. Comme il est indiqué ailleurs dans la présente lettre, le CMIC estime qu'il est d'une importance décisive que la réglementation des référentiels centraux de données soit harmonisée à l'intérieur du Canada et compatible avec les normes internationales.

## **2. Obligations relatives à la déclaration**

### **a) Opérations à déclarer**

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

Le CMIC reconnaît qu'il est nécessaire d'imposer l'obligation de déclarer des opérations sur dérivés de gré à gré exécutées sur plate-forme électronique et compensées à un référentiel central de données agréé pour respecter les engagements du Canada envers le G20. Toutefois, il est évident que la valeur de l'imposition d'une telle obligation au Canada serait sérieusement minée si d'autres territoires n'imposent pas aussi une telle obligation.

Afin d'imposer l'obligation de déclarer, des définitions cohérentes à l'échelle nationale et internationale des termes « dérivé de gré à gré » et « contrepartie » (nationales et étrangères) sont nécessaires. Les définitions de contrepartie nationale et étrangère devraient être conformes aux normes mondiales afin qu'aucune contrepartie ne soit considérée comme nationale par les organismes de réglementation de plus d'un pays. Cette approche évite la situation dans laquelle la même entité est assujétiée aux règlements de plus d'un pays. Les organismes de réglementation devraient être particulièrement attentifs au moment de définir ces termes et garder à l'esprit les incidences extraterritoriales de ces importantes définitions et devraient éviter des conséquences involontaires comme les conflits de compétence internationale. Une approche canadienne harmonisée sera ici décisive.

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

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

Le CMIC comprend le besoin de déclarer les opérations déjà en cours pour permettre aux organismes de réglementation de se faire une idée complète des marchés des dérivés de gré à gré. Le CMIC reconnaît que la recommandation d'un délai de 180 jours de la date d'entrée en vigueur des règles de déclaration concorde avec les règles proposées dans d'autres territoires internationaux.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> Voir, par exemple, les normes Dodd Frank, SEC et CEA.

Le CMIC est d'avis toutefois que cette recommandation n'est pas une approche pratique. Un délai strict commençant à la date d'entrée en vigueur des règles de déclaration, plutôt qu'à la date à laquelle un référentiel central de données particulier est mis sur pied, signifierait que les participants au marché pourraient être tenus de déclarer des données avant qu'un référentiel central de données acceptable ne soit disponible. Conformément à notre point de vue, la Commission européenne a proposé une autre règle<sup>28</sup> qui permettrait aux participants au marché de déclarer des opérations 120 jours après l'inscription d'un référentiel central de données.

Par ailleurs, un délai strict ne tiendrait pas compte du caractère unique de chaque catégorie d'actifs de dérivés et des types de produits au sein de cette catégorie d'actifs. Le CMIC considère qu'une recommandation de 180 jours ne pourrait « accorder aux participants au marché un délai suffisant après l'introduction des obligations de déclaration pour qu'ils puissent modifier leurs systèmes de manière à les respecter ». <sup>29</sup> Il n'y a aucun précédent qui indiquerait que le délai de 180 jours est approprié ou réalisable.

Le CMIC recommande que les organismes de réglementation adoptent une approche mesurée pour la mise en œuvre de l'obligation de déclarer les opérations déjà en cours. Plus particulièrement, l'obligation initiale de déclarer des opérations déjà en cours devrait se limiter aux données alors en la possession d'un participant au marché, sans obligation de compléter des données ou d'en changer le format. Le CMIC recommande également qu'une fois que les organismes de réglementation auront établi les champs de données précis qui doivent être déclarés, ils établissent, de concert avec les participants au marché, une date future à laquelle il serait obligatoire de déclarer ces données. Le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC (« FARPDO ») a adopté une approche similaire quant à la mise en œuvre des référentiels centraux de données. <sup>30</sup>

Le CMIC se réjouit de la dispense envisagée par les ACVM quant à l'application des règles de déclaration des opérations en cours qui devraient expirer dans l'année suivant la mise en œuvre des nouvelles règles. Toutefois, pour les mêmes raisons que celles qui sont énoncées plus haut, la dispense prévue pour chaque actif devrait commencer à la date d'entrée en vigueur des obligations de déclaration pour cette catégorie d'actifs. Les participants au marché devraient être autorisés à choisir de déclarer des opérations visées par une dispense.

Le CMIC s'inquiète également du besoin d'obtenir le consentement préalable de contreparties à des opérations pour des données existantes sur des opérations. Vu le nombre d'opérations et de contreparties, nous recommandons que les organismes de réglementation adoptent une solution législative pour s'attaquer à cette entrave d'ordre juridique à la conformité aux obligations prévues à l'égard des référentiels centraux de données.

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

Le CMIC appuie la proposition de conservation des dossiers par les référentiels centraux de données et par les contreparties pendant sept ans à compter de la date à laquelle l'opération expire ou prend fin, à condition que cette proposition ne soit pas incompatible avec les normes internationales sur la

---

<sup>28</sup> Commission européenne. « Proposition de RÈGLEMENT DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL » sur les produits dérivés négociés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. » (SEC (2010) 1058, SEC (2010) 1059). 15 septembre 2010. Disponible au : <http://eur-leix.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:FR:PDF> (Article 71)

<sup>29</sup> Document de consultation 91-402 des ACVM, page 12

<sup>30</sup> Lettre adressée à l'OTC Derivatives Supervisors Group. 31 mars 2011. Disponible au : <http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2011/SCL0331.pdf>

conservation des données.<sup>31</sup> Une fois que les sept ans sont écoulés, ces dossiers devraient pouvoir être retranchés, sous réserve des exigences internationales.

Le CMIC est de plus d'accord avec la recommandation des ACVM selon laquelle les données conservées devraient être fournies dans un « délai raisonnable ». Nous sommes cependant inquiets que le délai raisonnable pourrait être défini comme toute période exigée par une autorité de réglementation si les approches existantes des commissions des valeurs mobilières provinciales sont finalement adoptées relativement aux données conservées. Cependant, la CFTC exige que les données conservées puissent être extraites après trois jours ouvrables, et nous recommandons l'adoption de cette norme.

## **b) Obligations de déclaration**

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

Le CMIC reconnaît qu'afin que les opérations sur dérivés de gré à gré soient déclarées à un référentiel central de données agréé, il doit y avoir une obligation légale exigeant qu'au moins une partie à l'opération déclare les détails de l'opération. Cela offre l'avantage que les utilisateurs finaux qui n'ont pas une infrastructure de déclaration n'auront pas le fardeau de déclarer des opérations conclues avec des intermédiaires financiers. Le CMIC appuie la déclaration par une seule des parties pour autant i) que cette approche demeure conforme aux normes mondiales et ii) que le développement de protocoles internationaux et la technologie rendent l'approche pratique et efficace pour s'assurer de l'intégrité des données. Nous croyons qu'il en sera ainsi lorsque des opérations sont exécutées en bourse ou compensées par l'entremise d'une contrepartie centrale (ce qui comporterait une vérification indépendante des opérations) et que les participants au marché délèguent leurs obligations de déclaration à la bourse ou à la contrepartie centrale en cause. L'évolution ultérieure des normes internationales devrait être surveillée relativement à la déclaration des opérations bilatérales.

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

*o Il devrait incomber aux intermédiaires financiers de déclarer les opérations conclues avec les utilisateurs finaux.*

*o Les contreparties aux opérations qui sont toutes deux des intermédiaires financiers ou des utilisateurs finaux devraient avoir le droit de choisir laquelle d'entre elles se chargera de faire la déclaration.*

*o Une contrepartie étrangère pourrait se charger de la déclaration, à condition qu'elle déclare l'opération à un référentiel central de données agréé au Canada.*

Le CMIC appuie le fait d'utiliser la hiérarchie selon la nature de la contrepartie pour déterminer les obligations de déclaration par défaut. Cela est également conforme aux normes et protocoles internationaux. Des discussions entourant les normes mondiales relativement aux règles des obligations de déclaration sont en cours (surtout au sein des forums de l'ISDA et de la SIFMA), et le CMIC recommande aux ACVM de garder ces normes à l'esprit à mesure qu'elles sont élaborées.

---

<sup>31</sup> La SEC et la CFTC exigent que les données soient conservées pendant cinq ans et l'EMIR exige que les données soient conservées pendant dix ans, après la fin du contrat. L'ODRF exige que les données soient conservées indéfiniment. La loi Sarbanes Oxley exige que certaines données soient conservées pendant au moins sept ans.

Le CMIC convient également que les participants devraient avoir l'option de déléguer la responsabilité de déclarer les opérations à un tiers. Outre la contrepartie centrale (comme il est indiqué dans le document de consultation), les participants devraient aussi être en mesure d'impartir les déclarations à des plates-formes d'exécution et à des moteurs de confirmation (comme MarkitWire) lorsque des solutions suffisamment robustes existent. Le CMIC est d'avis que chaque participant au marché devrait avoir l'option de décider s'il y a lieu ou non d'impartir les déclarations à un tiers.

Conformément à la réponse à la recommandation 2. b)i), le CMIC convient qu'en raison de l'expertise et de l'expérience que les intermédiaires financiers possèdent, ils devraient avoir la responsabilité de déclarer les opérations conclues avec des utilisateurs finaux. Toutefois, il faudrait donner plus de précision au sujet de la responsabilité et de la charge de déclaration lorsque les deux contreparties sont toutes deux des intermédiaires non financiers.

### **c) Déclaration à un référentiel central de données agréé**

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

Le CMIC reconnaît que la déclaration des opérations sur dérivés de gré à gré par une contrepartie canadienne à un référentiel central de données agréé est nécessaire pour respecter les engagements du Canada envers le G20.

Nota : Les réponses aux deux recommandations suivantes (2 c)ii) and 2 c)iii)) sont regroupées ci-après.

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

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

Le CMIC comprend qu'un référentiel central de données peut être tenu de fournir de l'information à l'ensemble des 13 organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux et territoriaux, ainsi qu'aux organismes fédéraux de réglementation du risque systémique, afin d'atteindre les doubles objectifs de politique publique de surveillance des pratiques du marché et de surveillance du risque systémique. Le CMIC soumet également, comme il est énoncé ailleurs dans la présente réponse, que l'autorité fédérale sur le risque systémique et les opérations bancaires signifie que la Banque du Canada devrait être au cœur de la réglementation des référentiels centraux de données dans le cadre d'un processus harmonisé d'approbation provincial et fédéral. Les organismes de réglementation fédéraux et provinciaux devraient tirer partie des normes et processus existants du CSPR-OICV pour s'assurer que la réglementation canadienne des référentiels centraux de données est compatible avec ces normes reconnues à l'échelle internationale. La possibilité de contradiction des règles provinciales entre les provinces elles-mêmes ou entre les organismes provinciaux de réglementation et les autorités fédérales pourrait avoir comme résultat qu'un référentiel central de données ne puisse fonctionner partout au Canada.

L'obligation pour un référentiel central de données de s'inscrire treize fois de treize façons différentes en vertu de treize régimes différents pour mener des activités au Canada serait excessivement contreproductive. Cela pourrait occasionner la fragmentation des données et éventuellement l'arbitrage réglementaire par voie de recherche du tribunal le plus favorable. Cela pourrait surtout ne



pas atteindre l'objectif de politique publique qui a créé le désir de déclarer les opérations sur dérivés de gré à gré à des référentiels centraux de données — à savoir, la surveillance du risque systémique relativement à l'établissement de position, à la concentration et à l'interconnectivité. L'approche recommandée représente un cadre qui est destiné à fournir aux autorités fédérales les données appropriées aux fins de la surveillance du risque systémique et aux organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières les données appropriées aux fins de la surveillance des pratiques du marché.

Le CMIC réitère fortement la recommandation des ACVM voulant que l'ensemble de la réglementation visant les référentiels centraux de données canadiens soient conformes et compatibles avec les normes internationales.

#### **d) Nécessité d'un référentiel central de données canadien**

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

Le CMIC endosse la proposition des ACVM d'étudier l'utilisation obligatoire d'un référentiel central de données canadien, y compris la faisabilité des différentes options relatives à une solution unique établie au Canada.

Le CMIC prend acte de la réponse de l'ISDA au document de consultation 91-401 des ACVM.<sup>32</sup>

[Traduction] « L'ISDA croit fermement que l'emplacement d'un référentiel central de données ne devrait pas être un facteur primordial. Les ACVM devraient s'efforcer d'éviter l'incertitude et l'ambiguïté réglementaires (et la possibilité d'arbitrage réglementaire) et les frais supplémentaires qui en découleront si les participants au marché sont tenus de se conformer à des règlements incohérents ou redondants. »

Que la déclaration d'opération à un référentiel central de données canadien devienne finalement obligatoire ou non, les autorités de réglementation canadiennes auront besoin d'accéder aux référentiels centraux de données mondiaux pour se faire une idée complète des facteurs influant sur le risque systémique au Canada. Nous croyons savoir que des inquiétudes ont été soulevées quant à la possibilité qu'un référentiel central de données mondial empêche les organismes de réglementation d'avoir accès aux données nécessaires. On peut citer comme exemple la clause d'indemnisation contenue dans la loi Dodd-Frank qui exige généralement que les autorités nationales et étrangères, dans certaines circonstances, indemnisent la SEC ou des référentiels centraux de données inscrits à la CFTC (ou les « SDR » (Swap Data Repositories) selon la terminologie de la loi Dodd-Frank) comme condition à l'obtention de données directement d'un tel référentiel central de données. Compte tenu des changements que la CFTC a récemment apporté aux États-Unis<sup>33</sup>, il semble que les organismes canadiens de réglementation pourraient avoir accès aux SDR pertinents sans devoir signer une convention d'indemnisation. Néanmoins, le monde de la réglementation et les fournisseurs de services devraient s'assurer que des solutions appropriées d'accès technique et de partage de l'information sont établies pour éviter des conséquences restrictives pour le marché canadien. Il existe des précédents pour ces solutions. Diverses conventions fiscales produisent des

<sup>32</sup> Réponse de l'ISDA au Document de consultation 91-401 des ACVM. 14 janvier 2011. Disponible au : [http://www2.isda.org/attachment/MjI2NA==/ISDA\\_CSA.pdf](http://www2.isda.org/attachment/MjI2NA==/ISDA_CSA.pdf) (page 14)

<sup>33</sup> Ces points de vue ont reçu l'appui du président du conseil de la CFTC, M. Gensler, lors de récentes tables rondes et lors des révisions apportées aux règles proposées. Voir « par exemple, CFTC. « Final Rules Regarding Registration and Regulation of Swap Data Repositories. » Disponible au : [http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/sdr\\_factsheet\\_final.pdf](http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/sdr_factsheet_final.pdf)

résultats semblables en matière de partage de l'information. Dans le contexte des valeurs mobilières, le régime d'information multinational Canada États-Unis s'est montré efficace.

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

Le CMIC appuie fortement les efforts des ACVM d'établir un cadre canadien qui est compatible avec les normes internationales. Les organismes de réglementation devraient promouvoir le respect de normes mondiales afin de créer une infrastructure de marché robuste et cohérente, non seulement au Canada, mais aussi sur les marchés internationaux où les participants au marché canadien sont actifs. La déclaration des opérations à un référentiel central de données mondial respectera les objectifs des organismes de réglementation puisqu'elle facilite la coopération et le partage de données sur le plan multinational et empêche la fragmentation des données. Cela représente également une solution d'un bon rapport coût-efficacité qui permettrait aux participants au marché canadien de demeurer concurrentiels.

#### **e) Information à déclarer**

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

Le CMIC appuie fermement les efforts des ACVM d'obtenir des normes canadiennes qui sont compatibles avec les normes internationales et convient que les opérations sur dérivés de gré à gré devraient être déclarées conformément aux normes internationales pour éviter des obligations réglementaires contradictoires ou faisant double emploi.

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

Le CMIC croit fermement en la valeur de l'harmonisation avec les normes internationales, particulièrement à ce qui a trait à l'identification unique des opérations sur dérivés de gré à gré, des produits et des contreparties. Il est essentiel qu'aussi bien les deux entités visées que l'opération sur dérivés elle-même aient une identification unique et sans équivoque pour chaque opération financière afin de permettre aux organismes de réglementation de parvenir à surveiller le risque systémique. Le CMIC estime qu'un système d'identificateurs uniques des dérivés normalisé à l'échelle mondiale (pour les produits et les entités juridiques/contreparties) équivalant aux règles analogues que propose le Département du Trésor des États-Unis, la CFTC et la SEC est une condition préalable du fonctionnement immédiat d'un référentiel central de données qui promeut la transparence du marché.

La mise en œuvre d'un régime de référentiel central de données canadien devrait tenir compte des délais des initiatives mondiales en cours pour établir ces identificateurs uniques.

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

Le CMIC reconnaît qu'un référentiel central de données doit saisir suffisamment de détails sur les opérations sur dérivés de gré à gré en temps opportun pour fournir de l'information systémique significative aux organismes de réglementation. Les principales modalités financières de toutes les opérations sur dérivés de gré à gré devraient être communiquées aux organismes de réglementation.

Toutefois, des inquiétudes ont été soulevées quant à la faisabilité technique et à la valeur de la présentation de l'entente ou confirmation juridique intégrale signée par les contreparties au référentiel central de données. Le récent document<sup>34</sup> que le CSPR-OICV a publié le 24 août 2011 comporte une très bonne analyse des défis qui se posent ici. Nous encourageons les ACVM à tenir compte de ces facteurs dans la formulation de leur approche.

Les opérations structurées et bilatérales reposent sur un ensemble complexe de documents, visant de nombreuses catégories d'actifs et des nuances spécifiques à des produits. Certains de ces documents sont parachevés des jours ou des semaines après l'exécution de l'opération. Par conséquent, la présentation de la documentation juridique relative à des opérations non compensées en temps réel pourrait ne pas servir l'objectif de surveillance du risque systémique et représenter une charge administrative complexe pour les participants.

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

Le CMIC comprend pourquoi les ACVM cherchent à obtenir des données qui pourraient permettre la surveillance des positions et des expositions aux risques correspondants pendant tout le cycle de vie d'une opération. Le CMIC est d'accord avec l'approche qu'a retenue la CFTC de séparer les types d'information continue exigés pour les opérations exécutées sur une plate-forme électronique et les opérations compensées par l'entremise d'une contrepartie centrale. Toutefois, la déclaration d'information mise à jour sur la valeur des opérations qui ne sont pas exécutées sur une plate-forme électronique ni compensées de façon centrale pose des défis importants.

Pour les opérations qui sont exécutées sur une plate-forme électronique et compensées par l'entremise d'une contrepartie centrale, il est possible de tirer profit de la capacité de fixation des prix et d'établissement des marges de la contrepartie centrale pour fournir au référentiel central de données des mises à jour quotidiennes sur l'évaluation à la valeur de marché (« EVM ») comme elle est reflétée dans la marge de variation (« MV »), ainsi que des données pertinentes sur la marge et les garanties dont dispose déjà la contrepartie centrale. Le CMIC recommande donc que la contrepartie centrale assume la responsabilité de présenter de l'information continue à l'égard des opérations compensées par son entremise, ce qui est conforme aux règles que propose la CFTC.<sup>35</sup>

La déclaration d'information continue et de données de valorisation pour des opérations structurées et bilatérales est beaucoup plus complexe. Le CMIC recommande fortement aux ACVM d'entreprendre une étude approfondie de cette question et d'évaluer notamment l'importance relative de cette information continue et de ces données de valorisation.

Certaines des questions-clés entourant les produits structurés et les obligations relatives à la déclaration de données touchant les données de valorisation qu'envisagent les ACVM sont énoncées ci-dessous. Étant donné la complexité du calcul de la valeur EVM, le CMIC estime que ni les contreparties ni le référentiel central de données ne devraient être légalement responsables de l'information continue que présentent les participants au marché.

<sup>34</sup> Banque des règlements internationaux. Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs. « Consultative Report – Report on OTC Derivatives Data Reporting and Aggregation Requirements. » Août 2011. Disponible au : <http://www.bis.org/publ/cps96.pdf>.

<sup>35</sup> CFTC, 17 CFR Part 45, RIN 3038-AD19, « Swap Data Recordkeeping and Reporting Requirements; Proposed Rule », 75 Fed. Reg. 76574-76609, 8 décembre 2010. Disponible au : <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-30476a.pdf> (page 76580)

- Complexité du calcul de la valeur EVM :
  - Étant donné la complexité de la fixation du prix d'instruments structurés et illiquides, la valeur EVM déclarée peut ne pas être un prix exécutable, ni refléter les conditions réelles du marché et l'exposition aux risques liés à l'opération.
  - Afin de répliquer la valeur EVM d'un produit structuré et le risque intrinsèque, on aurait besoin des modèles d'évaluation sous-jacents et des courbes de prix pour tous les produits et tous les indices sous-jacents intégrés à un contrat donné. Toutefois, un ou plusieurs des éléments sous-jacents peuvent ne pas avoir de valeur au marché parce qu'ils ne sont pas négociés régulièrement.
  - Puisque la valeur EVM d'un produit structuré général peut être théorique (c'est-à-dire selon une évaluation à la valeur d'un modèle plutôt qu'à la valeur au marché), elle variera selon toute probabilité entre les contreparties. À ce titre, la valeur EVM déclarée pour une opération en particulier peut ne pas nécessairement être compatible pour les contreparties.
  
- Amalgamation des garanties :
  - Il peut y avoir des opérations bilatérales « ponctuelles » pour lesquelles un intermédiaire financier a fourni des garanties à l'égard d'une opération précise. Cependant, la majorité des opérations bilatérales feront partie d'un portefeuille plus large et des garanties seront remises pour l'ensemble du portefeuille plutôt que d'être séparées et liées à chaque opération.
  - L'étendue appropriée de l'information à déclarer relativement aux garanties par des participants à des opérations non compensées devrait se limiter à signaler si des garanties ont été déposées ou non à l'égard d'une opération en particulier.
  - Le CMIC recommande, qu'à la demande d'un organisme de réglementation, l'intermédiaire financier donne de l'information au sujet des garanties appuyant une opération en particulier.
  
- Délais de déclaration :
  - À l'heure actuelle, les participants au marché canadien n'ont pas la capacité opérationnelle de déclarer les données de valorisation en temps réel. Étant donné la façon de calculer les données de valorisation comme la valeur EVM par différents participants au marché, le calcul des valeurs pourrait ne pas être possible avant l'achèvement des processus de fin de journée.

#### **f) Mise à disposition des données aux organismes de réglementation**

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

Le CMIC convient qu'un référentiel central de données devrait fournir des données individuelles sur les opérations et les positions ainsi que des données globales aux organismes de réglementation canadiens et étrangers suffisantes pour leur permettre de s'acquitter de leurs responsabilités réglementaires respectives. Comme il a été suggéré plus haut à la rubrique *Aperçu*, le CMIC estime que l'adoption d'un protocole d'accord est nécessaire pour permettre l'échange d'information à ce niveau. Cela devrait être hautement prioritaire pour tous les organismes de réglementation à l'échelle mondiale.

Comme il est énoncé plus en détail dans la réponse à la recommandation 1 f), l'importance de la sécurité et de la confidentialité des données relativement au partage de l'information ne saurait être surestimée. Les organismes de réglementation canadiens et étrangers ne devraient être habilités à

recevoir que les données qui se rattachent à leur mandat réglementaire respectif. Par exemple, le CMIC est d'avis que la CVMO ne devrait pas avoir accès aux données sur des opérations qui ne visent pas un participant au marché établi en Ontario ou qui ne sont pas liées à un marché ontarien.

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

Le CMIC reconnaît que les organismes de réglementation auront besoin « d'information à jour sur les opérations et les positions » afin de « surveiller l'état du marché des dérivés de gré à gré, à petite et à grande échelles » dans les secteurs relevant de leurs compétences respectives. Le CMIC s'inquiète de l'utilisation du terme « agrégation » dans différents contextes :

- 1) l'agrégation de détails relatifs à des opérations concernant des positions;
- 2) l'extraction d'information dans de multiples référentiels centraux de données et la consolidation des données extraites;
- 3) la présentation de rapports d'agrégation conformément aux besoins spécifiques d'un organisme de réglementation.

Les fonctions d'agrégation dans le contexte de 1) ci-dessus relèveraient de la capacité normale attendue d'un référentiel central de données. Les fonctions décrites en 2) et 3) relèveraient davantage du domaine des organismes de réglementation.

#### **g) Mise à disposition des données au public**

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

Le CMIC appuie l'objectif de transparence post-négociation dans la proposition des ACVM voulant qu'un référentiel central de données mette à la disposition du public certaines informations, dont les données globales sur les positions, les volumes des opérations et les prix moyens. Toutefois, l'appui du CMIC est subordonné à la mise en œuvre fructueuse de la recommandation 3 b) qui prévoit :

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

Le CMIC convient parfaitement qu'on impose la publication des données « sauf si les données indiquent les opérations ou les positions d'un participant au marché ou si leur publication compromettrait des secrets commerciaux ». Toutefois, cela soulève à notre avis diverses inquiétudes. La mise à disposition de ces données au public pourrait entraîner la divulgation de renseignements confidentiels par inadvertance. Nous nous inquiétons également de l'obligation selon laquelle « des données post-négociation anonymes sur les opérations individuelles devraient également être rendues publiques, dans la mesure où cela ne nuit pas à la liquidité ou au fonctionnement du marché » pour rehausser la transparence au niveau des prix. Cette proposition est subordonnée à la mise en œuvre fructueuse de la recommandation 3 b) énoncée plus haut ainsi que de la recommandation 2 h) qui prévoit :

« Il devrait être permis de déclarer après un certain délai les opérations importantes qui atteignent un seuil d'opération en bloc restant à déterminer afin de préserver l'anonymat des participants au marché et de ne pas nuire à la liquidité ou au fonctionnement du marché. »

La SEC a proposé une règle qui exige la divulgation complète de données sur les opérations, y compris la taille théorique de l'opération pour les opérations en bloc, encore que ce soit sur une base différée. En réponse à la proposition de la SEC, cependant, l'ISDA a déclaré que cette divulgation, même si elle est différée, [Traduction] « nuirait probablement à la liquidité des opérations importantes sur le marché des SDC ». <sup>36</sup> Dans une étude distincte, la SEC a souligné que bon nombre de dérivés de gré à gré se négocient de façon dispersée et que la taille des opérations a tendance à être plus importante pour des instruments liquides comparativement à des instruments négociés moins fréquemment. <sup>37</sup> Ces caractéristiques du marché des dérivés de gré à gré sont amplifiées sur le marché canadien; en effet, celui-ci compte un nombre beaucoup moins grand de participants au marché et un volume d'opérations moindre que celui des États-Unis. La divulgation publique de détails sur des opérations — même si elle est faite sous le couvert de l'anonymat — pourrait servir à désosser les positions et stratégies de négociation de firmes canadiennes. Cette information pourrait être utilisée à des fins d'arbitrage et de manipulation potentielle du marché, ce qui aurait un effet nuisible sur la liquidité ou le fonctionnement du marché.

Le CMIC recommande aux organismes de réglementation d'étudier davantage ce sujet afin d'obtenir un niveau approprié de divulgation publique pour respecter les objectifs réglementaires de transparence sans effet nuisible pour le marché. Ceci étant dit, le CMIC estime qu'il n'y a aucune raison valable de divulguer publiquement des données mises en mémoire qui n'ont de la valeur qu'aux fins de la gestion du risque systémique.

#### **h) Moment de la déclaration**

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

Le CMIC reconnaît le besoin de déclarer les opérations à un référentiel central de données sans tarder. Par ailleurs, le CMIC appuie la recommandation des ACVM de la déclaration dans un délai d'un jour ouvrable comme solution provisoire tant qu'une décision sur la déclaration en temps réel n'aura pas été prise, si elle est jugée opportune. Le CMIC estime que la déclaration en temps réel devrait être examinée davantage, en faisant notamment une analyse coût-avantage pour établir si cette déclaration est faisable et pour veiller à ce que cette déclaration ne perturbe pas un référentiel central de données ni n'ait par ailleurs d'effet négatif sur l'efficacité des déclarations à un référentiel central de données. La mise en œuvre de la déclaration dans un délai d'un jour ouvrable ou de la déclaration en temps réel devrait adopter l'approche échelonnée.

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

Le CMIC appuie les obligations relatives à la déclaration des opérations en bloc après un certain délai. Pour plus de détails sur les points de vue du CMIC sur les seuils d'opérations en bloc et le délai de déclaration, veuillez vous reporter à nos réponses ci-dessus aux questions n° 3, n° 4, n° 5 et n° 6 des ACVM.

<sup>36</sup> Voir plus haut note 4 (page 2)

<sup>37</sup> Securities and Exchange Commission. File No. S7-34-10; Release No. 34-63346. « Security Based Swap Block Trade Definition Analysis. » 13 janvier 2011. Disponible au : [www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-34-10/s73410-12.pdf) (pages 2-3)

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

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

Le CMIC a conclu qu'il sera nécessaire d'adopter des dispositions législatives permettant expressément la communication de renseignements confidentiels à un référentiel central de données et par celui-ci afin d'empêcher un manquement involontaire à des obligations de confidentialité comme il est souligné dans la recommandation 2 a)ii). Le CMIC considère ces dispositions législatives comme une condition préalable nécessaire à la déclaration des opérations à tout référentiel central de données puisque l'absence de telles dispositions législatives exposera les contreparties à des opérations sur dérivés de gré à gré à de sérieux risques d'ordre économique et juridique et d'atteinte à la réputation. Les autorités fédérales et provinciales devront collaborer à ces changements législatifs.

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

Le CMIC est d'accord avec cette recommandation puisqu'elle concorde avec les facteurs énoncés en matière de sécurité des données et de droit aux données dans notre réponse à la recommandation 1 f). L'absence d'une telle législation exposera les contreparties à des opérations sur dérivés de gré à gré à de sérieux risques d'ordre économique et juridique et d'atteinte à la réputation.

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

Le CMIC convient que les organismes de réglementation canadiens devraient conclure des accords de coopération avec leurs homologues étrangers qui ont adopté des cadres juridiques et de surveillance équivalents aux leurs. Cela devrait faciliter l'accès transfrontalier aux données des référentiels centraux pour permettre aux organismes de réglementation de se faire une vue d'ensemble complète du marché des dérivés de gré à gré de leur ressort. Le CMIC estime que l'adoption d'un protocole d'accord tel qu'il est cité à la recommandation 1 f) devrait être prioritaire pour les organismes de réglementation à l'échelle mondiale. Cependant, à notre avis, chaque organisme de réglementation devrait avoir droit aux données qui se rattachent à son mandat réglementaire particulier.

### **CONCLUSION**

Le CMIC considère qu'un engagement continu auprès des ACVM est déterminant pour l'élaboration d'un cadre réglementaire relatif aux référentiels centraux de données qui respecte les engagements envers le G20 et atteint les objectifs prévus de politiques publiques. Nous appuyons la majorité des propositions et concepts énoncés dans le document de consultation. Là où nous suggérons des solutions de rechange, nous croyons que ces solutions coïncident étroitement avec les objectifs des ACVM. L'inclusion judicieuse par les organismes de réglementation dans l'élaboration du régime des référentiels centraux de données des thèmes énoncés à la rubrique *Aperçu* au début de la présente lettre (reconnaissance du pouvoir fédéral sur le risque systémique, harmonisation canadienne et coopération intergouvernementale, compatibilité avec les normes internationales et processus

d'établissement de règles réfléchi, soigné et échelonné) contribuera de façon significative à la réussite du cadre en résultant. L'adoption des normes mondiales appropriées reflétant les caractéristiques du marché canadien permettra d'atteindre cet objectif.

Le document de consultation est le premier d'une série de huit documents de consultation qui seront publiés. Dans la mesure où cela est nécessaire, le CMIC se réserve le droit de présenter des observations supplémentaires relativement aux référentiels centraux de données après la publication des documents de consultation restants.

Le CMIC espère que nos observations seront utiles à l'élaboration d'un cadre réglementaire pour les référentiels centraux de données et que les ACVM tiendront compte des incidences pratiques pour les participants au marché qui seront assujettis au régime. Le CMIC se réjouit de la possibilité de discuter de la présente réponse avec des représentants des ACVM.

Les points de vue exprimés dans la présente lettre sont ceux de tous les membres du CMIC indiqués ci-dessous :

Bank of America Merrill Lynch  
Banque de Montréal  
Caisse de dépôt et placement du Québec  
Banque Canadienne Impériale de Commerce  
L'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada  
Healthcare of Ontario Pension Plan  
Banque Nationale du Canada  
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario  
Banque Royale du Canada  
La Banque de Nouvelle-Écosse  
La Banque Toronto-Dominion