

Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Document de consultation 92-401 des ACVM

Plateformes de négociation de dérivés

Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières sur les dérivés
29 janvier 2015

TABLE DES MATIÈRES

Sommaire.....	4
Résumé des questions.....	10
Commentaires et observations.....	13
1. Introduction.....	15
a) Engagement du G20.....	15
b) Avantages des plateformes de négociation organisées.....	15
c) Limites des plateformes de négociation organisées.....	16
d) Recommandations du Comité pour encourager la négociation des dérivés de gré à gré sur des plateformes de négociation organisées.....	17
2. Autres territoires.....	19
a) États-Unis.....	20
b) Union européenne.....	22
3. Marchés assujettis aux Normes canadiennes 21-101 et 23-101.....	24
4. Définitions de l'expression « Plateforme de négociation de dérivés ».....	25
a) Champ d'application et principales caractéristiques.....	26
b) Définition de « PND » proposée.....	28
5. Méthodes d'exécution autorisées.....	30
6. Autorisation réglementaire des PND.....	31
a) Réglementation de base pour l'ensemble des PND.....	32
b) PND exerçant un pouvoir discrétionnaire.....	32
7. Obligations organisationnelles et de gouvernance.....	33
a) Accès.....	33
b) Fonction de réglementation et surveillance des marchés.....	35
c) Règles.....	36
d) Interdiction des manipulations et des activités de négociation frauduleuses.....	37
e) Ressources financières.....	37
f) Personnel.....	37
g) Systèmes.....	37
h) Tenue de dossiers.....	39
i) Conflits d'intérêts.....	39
j) Communication d'information par les PND.....	40
k) Traitement confidentiel de l'information sur les opérations.....	40
8. Transparence avant les opérations.....	41
9. Transparence après les opérations.....	43
10. Obligation de négociation.....	46
a) Obligation de négociation des dérivés de gré à gré sur une plateforme organisée.....	46
b) Resserrement des obligations lorsque les dérivés sont visés par une obligation de négociation sur une PND.....	48
11. PND établies à l'étranger.....	50

DOCUMENT DE CONSULTATION 92-401 DES ACVM PLATEFORMES DE NÉGOCIATION DE DÉRIVÉS

Le 2 novembre 2010, le Comité des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sur les dérivés (le **Comité**) a publié le *Document de consultation 91-401 sur la réglementation des dérivés de gré à gré au Canada* (le **Document de consultation 91-401**), dans lequel il présentait des propositions générales à l'égard de la réglementation des dérivés de gré à gré. Le Comité sollicitait les commentaires du public sur les propositions et a reçu 18 mémoires. Le présent document de consultation est le septième d'une série de documents donnant suite aux propositions réglementaires énoncées dans le Document de consultation 91-401. Il propose un cadre de réglementation des plateformes de négociation de dérivés au Canada.

Le Comité continue de consulter la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières, le ministère des Finances du Canada, les participants au marché et de collaborer avec eux. Il continue également de suivre les propositions réglementaires et les développements législatifs dans les autres pays et d'y apporter sa contribution ainsi que de collaborer avec des organismes de réglementation internationaux comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs, le Conseil de stabilité financière et le Forum des autorités de régulation des produits dérivés OTC à l'élaboration de normes internationales.

Malgré son importance au pays, le marché canadien des dérivés de gré à gré ne représente qu'une fraction du marché mondial. Une part importante des opérations conclues par les participants au marché canadien le sont avec des contreparties étrangères. Il importe donc d'établir pour ce marché des règles en harmonie avec les pratiques internationales pour faire en sorte que les participants au marché canadien aient accès au marché international et soient réglementés autant que possible conformément aux principes internationaux. Le Comité continuera d'observer l'élaboration de normes internationales et d'y contribuer. Il est à souhaiter que le présent document suscite des commentaires et des discussions qui aideront les membres des ACVM à établir des politiques et une réglementation harmonisées et appropriées pour le Canada.

SOMMAIRE

Lors du sommet de Pittsburgh, en septembre 2009, les dirigeants du G20 ont convenu que « [t]ous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges [bourses] ou via des plates-formes de négociation électronique selon le cas¹. »

Les bourses et les plateformes de négociation électronique sont des systèmes qui réunissent les intérêts acheteurs et vendeurs sur un ou plusieurs instruments financiers en vue de l'exécution d'opérations². Pour mettre en œuvre l'engagement du G20 d'exiger la négociation des dérivés de gré à gré qui s'y prêtent sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique au Canada, le Comité recommande aux ACVM de viser deux principaux objectifs :

- l'élaboration d'un cadre réglementaire applicable aux « plateformes de négociation de dérivés » (**PND**), c'est-à-dire les plateformes de négociation organisées des dérivés de gré à gré;
- l'obligation de négociation exclusive sur une PND des dérivés de gré à gré ou catégories de dérivés de gré à gré qui s'y prêtent.

On trouvera ci-après un résumé des recommandations du Comité pour atteindre ces objectifs.

Plateformes de négociation de dérivés

1. **Définition de « PND »** : le Comité propose la définition suivante de « PND » : une personne qui établit, tient ou offre une plateforme ou un marché permettant aux acheteurs et aux vendeurs de dérivés de gré à gré de se rencontrer, réunissant les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs de dérivés de gré à gré et utilisant des méthodes qui permettent aux ordres d'interagir et aux acheteurs et vendeurs de s'entendre sur les conditions des opérations.

Dans le présent document, l'expression « dérivé de gré à gré » s'entend au sens habituel de contrat dérivé qui n'est pas négocié en bourse, mais, par exemple, entre des courtiers ou directement entre deux parties³.

La définition proposée de PND est intentionnellement large et s'appliquerait à divers processus d'exécution multilatéraux et plateformes multilatérales. Cependant, elle exclurait les mécanismes bilatéraux et les plateformes où les acheteurs et les vendeurs

¹ Déclaration n° 13, *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'états et de gouvernements* (24-25 septembre 2009), <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communiqu0925-fr.pdf> (la **déclaration des dirigeants du G20**), p. 9.

² Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), *Report on Trading of OTC Derivatives*, février 2011 (le **Rapport de l'OICV sur la négociation**), p. 10 et 11.

³ Toutefois, aux fins du présent document, un dérivé de gré à gré ne cesse pas de l'être du simple fait qu'il peut être négocié en bourse. Cette précision est importante parce que, comme nous le verrons, le Comité s'attend à ce que dans certains territoires, les PND puissent être reconnues comme bourses.

négoçient avec un seul courtier (« one-to-many facilities ») et les plateformes ou processus qui ne permettent pas d'exécuter ou de conclure des opérations, comme les tableaux d'affichage d'intérêts acheteurs et vendeurs.

2. *Cadre réglementaire applicable aux PND*

- a) Toute PND, qu'elle offre ou non la possibilité de négocier des dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND, serait tenue d'obtenir l'autorisation ou une dispense de cette obligation de l'autorité en valeurs mobilières de chaque territoire dans lequel elle exerce son activité.
- b) Toute PND autorisée aurait le droit de fournir des mécanismes pour la négociation de dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND et de ceux qui ne sont pas visés par cette obligation. Il est entendu que les participants au marché ne seraient pas tenus de négocier sur une PND les dérivés de la deuxième catégorie.
- c) Les PND seraient généralement réglementées à la manière des bourses. Par exemple, elles seraient toutes tenues d'encadrer la conduite des participants au moyen de règles conçues pour garantir la conformité à la législation applicable, prévenir la fraude et les manipulations et promouvoir des principes de négociation justes et équitables.

En règle générale, les PND seraient tenues de surveiller le respect de ces règles par les participants et de prendre des mesures disciplinaires appropriées en cas de manquement, soit directement, soit en faisant appel à un fournisseur de services de réglementation.

- d) Les exploitants de PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire⁴ sur l'exécution des opérations auraient d'autres obligations, analogues à celles des courtiers⁵. Ils devraient notamment agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté et auraient des obligations de compétence des représentants, de connaissance du client, de convenance au client, de tenue des comptes, de confidentialité de l'information des clients, de diffusion des ordres des clients et de meilleure exécution.

En outre, compte tenu des conflits d'intérêts potentiels, les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire seraient tenues d'engager un tiers fournisseur de services de réglementation autorisé pour surveiller leur conduite et celle de leurs participants et appliquer les règles.

⁴ Voir le paragraphe 7, ci-dessous.

⁵ Y compris celles qui s'appliquent aux courtiers en vertu des règles en vigueur et celles qui s'appliqueront en vertu des règles d'inscription des participants au marché des dérivés qui doivent être adoptées. Voir le *Document de consultation 91-407 des ACVM – Dérivés : inscription*, publié le 18 avril 2013.

3. **Obligations organisationnelles** : toutes les PND auraient des obligations organisationnelles de base, comparables, dans la mesure du possible, à celles qui incombent aux marchés assujettis à la Norme canadienne 21-101 sur le *fonctionnement du marché* (la **Norme canadienne 21-101**) et à la Norme canadienne 23-101 sur les *règles de négociation* (la **Norme canadienne 23-101**). Elles auraient notamment des obligations relatives à ce qui suit :
- la transparence, par exemple la communication, sur un site Web, d'information sur les frais, les modalités de saisie, d'interaction et d'exécution des ordres, les types d'ordres, les règles d'accès, les prescriptions techniques, les règles de négociation, notamment en ce qui concerne la conduite sur le marché, ainsi que les politiques et procédures de gestion des conflits d'intérêts;
 - la tenue et la conservation des dossiers, notamment les dossiers des participants au marché qui ont accès à la plateforme de négociation, les résumés des opérations ainsi que l'information sur les opérations, les ordres et les cotations;
 - la publication de l'information sur les opérations et les cours ainsi que l'accès équitable à cette information;
 - l'accès à ses services, notamment l'impossibilité de l'interdire et d'imposer des conditions ou des limites sans motif valable;
 - les obligations relatives aux systèmes, notamment des contrôles adéquats à cet égard;
 - les plans de continuité des activités et l'examen indépendant des systèmes;
 - l'adéquation des ressources financières;
 - le personnel et l'impartition des fonctions;
 - la gestion des conflits d'intérêts;
 - la communication d'information aux autorités en valeurs mobilières.
4. **Comparaison à la Norme canadienne 21-101** : la Norme canadienne 21-101 encadre un certain nombre de types de « marchés », notamment les bourses⁶, les systèmes de négociation parallèle (SNP) et les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations. Les PND seraient distinctes des « marchés » visés par cette règle. Les règles s'y appliquant cadreront avec la Norme canadienne 21-101 dans la mesure du possible,

⁶ Et les marchés à terme au Québec.

mais elles seront adaptées à la réalité des plateformes de négociation organisées de dérivés de gré à gré. Par exemple, contrairement aux opérations exécutées sur un marché assujéti à la Norme canadienne 21-101, les opérations exécutées sur les PND ne feraient l'objet d'aucune obligation de compensation, sauf pour les dérivés appartenant à une catégorie visée par une obligation de compensation en vertu d'une autre règle. Comme nous le verrons, nous envisageons également d'autoriser les exploitants de PND à exercer un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des ordres, ce que la Norme canadienne 21-101 ne prévoit pas.

5. ***Marchés existants***

- a) Le Comité recommande que les bourses offrant la négociation de dérivés autres que des dérivés de gré à gré ne soient pas réglementées comme des PND en ce qui concerne leurs activités actuelles (non reliées aux dérivés de gré à gré).
- b) Les marchés existants qui souhaitent offrir une plateforme de négociation de dérivés de gré à gré seraient tenus de demander une autorisation à cette fin.
- c) Selon les produits qui y sont négociés, les plateformes de négociation pourraient être à la fois des PND et des marchés assujétis à la Norme canadienne 21-101. Les incompatibilités et les chevauchements entre règles seraient évités dans la mesure du possible, probablement au cas par cas.

6. ***Méthodes d'exécution*** : les PND seraient autorisées à utiliser diverses méthodes d'exécution, par exemple, un registre des ordres pour enchères en continu ou périodiques, la demande de cotation, la demande de flux, la négociation traditionnelle (« voice broking ») ou une formule hybride combinant la négociation traditionnelle et des méthodes d'exécution électroniques. Comme nous le verrons, certaines méthodes d'exécution pourraient être obligatoires pour les produits visés par l'obligation de négociation sur une PND.

7. ***Exercice d'un pouvoir discrétionnaire*** : le Comité envisage de permettre aux exploitants de PND d'exercer un certain pouvoir discrétionnaire quant à la méthode d'exécution des opérations entre les participants. Conformément aux règles de leur PND, les exploitants pourraient être autorisés à exercer ce pouvoir notamment pour fixer le moment de la saisie ou du retrait des ordres d'un participant, déterminer les participants auxquels communiquer les demandes de cotations, déterminer les ordres ou les demandes de cotations qui sont à apparier avec d'autres ordres ou cotations et établir l'ordre et le moment de l'appariement. Dans la pratique, le pouvoir discrétionnaire autorise les exploitants de plateforme à exploiter des « systèmes hybrides » combinant la négociation électronique et la négociation traditionnelle, ce qui permet l'exécution périodique des indications d'intérêt. Il permet de faciliter l'arrangement ou la négociation préalables des opérations avant l'exécution⁷. Les

⁷ Le pouvoir discrétionnaire des participants n'est pas ce dont il est question ici. Voir ci-dessous la note 55.

PND qui exercent ce pouvoir discrétionnaire auraient les obligations supplémentaires susmentionnées. Quoi qu'il en soit, des méthodes d'exécution discrétionnaires pourraient ne pas être autorisées pour les produits visés par l'obligation de négociation sur une PND.

8. **Transparence avant les opérations** : sauf dans le cas des dérivés visés par l'obligation de négociation sur une PND (voir ci-dessous), les PND ne seraient pas tenues de fournir un niveau déterminé de transparence avant les opérations. Toutefois, celles qui exécutent des opérations d'une façon qui comporte un certain degré de transparence avant les opérations (par exemple, dans un registre public des ordres) seraient tenues de le faire sans limiter indûment l'accès des participants ou d'une catégorie de participants à l'information.
9. **Transparence après les opérations** : les PND seraient tenues de déclarer au public les opérations exécutées sur leur plateforme en temps réel, dans la mesure où les moyens techniques le permettent⁸. Il serait permis de reporter la publication dans certains cas, comme les opérations de bloc. En outre, les PND seraient tenues de fournir au public certains renseignements sur le marché, sans frais et en différé. Bien qu'elles n'y soient pas tenues, rien n'empêcherait les PND de diffuser les données en temps réel.

Obligation de négociation des dérivés de gré à gré sur une plateforme de négociation de dérivés

10. **Obligation de négociation** : les membres des ACVM pourraient, après avoir consulté d'autres autorités canadiennes et le public, décider que certains dérivés de gré à gré se prêtent à l'obligation de négociation exclusive sur une PND autorisée.

Détermination des dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND

11. **Examen des données sur les opérations par les ACVM** : le Comité recommande aux membres des ACVM, avant d'exiger qu'une catégorie de dérivé de gré à gré soit exclusivement négociée sur une PND, d'examiner les données sur les opérations et la compensation pendant une période appropriée. Il estime notamment que les ACVM devraient examiner le niveau de liquidité des dérivés de gré à gré dans le marché canadien, le volume et la rotation actuels des dérivés dans certaines catégories d'actifs au Canada, le nombre et le type de participants au marché qui négocient des dérivés de gré à gré au Canada ainsi que l'étendue des méthodes d'exécution multilatérales présentement utilisées pour les opérations sur dérivés de gré à gré. Le Comité recommande qu'un dérivé de gré à gré ne soit visé par l'obligation de négociation sur une PND qu'après l'analyse, pendant une période suffisante, des données sur les opérations et la compensation. Il s'attend à ce que les données sur les

⁸ Le Comité étudie des méthodes de déclaration des opérations au public. Voir la rubrique 9 ci-dessous.

opérations soient examinées régulièrement pour établir s'il y a lieu d'ajouter d'autres dérivés à la liste de ceux qui sont visés par l'obligation et d'en retirer certains.

12. ***Facteurs à prendre en compte pour déterminer si un dérivé doit être visé par l'obligation de négociation sur une PND*** : pour déterminer si une catégorie de dérivés de gré à gré doit être négociée exclusivement sur une PND, le Comité recommande aux ACVM de se demander notamment si elle est visée par l'obligation de compensation, si elle est suffisamment liquide et normalisée, si elle est visée par une obligation de négociation analogue dans d'autres territoires ou si elle est déjà négociée sur une PND ou une plateforme de négociation étrangère.
13. ***Obligations de transparence avant les opérations applicables aux dérivés visés par l'obligation de négociation sur une PND*** : pour les dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND, nous estimons que les PND devraient être tenues de fournir à tous leurs utilisateurs de l'information avant les opérations concernant les cours acheteurs et vendeurs ainsi que la profondeur du marché. Selon nous, il pourrait être nécessaire d'ajuster la nature de la transparence avant les opérations en fonction de la méthode d'exécution⁹. Des dispenses des obligations de transparence avant les opérations sont envisagées pour les ordres qui, compte tenu de leur taille, exposeraient les fournisseurs de liquidités à des risques excessifs.
14. ***Obligations de transparence après les opérations applicables aux dérivés visés par l'obligation de négociation sur une PND*** : pour les dérivés visés par l'obligation de négociation sur une PND, nous ne prévoyons pas de normes de transparence après les opérations qui diffèrent de celles qui s'appliquent à toutes les opérations exécutées sur les PND.

Dispense pour les PND établies à l'étranger qui sont réglementées dans leur territoire d'origine

15. Les PND établies à l'étranger (comme les « plateformes d'exécution de swaps » américaines ou « swap execution facility ») qui exercent ou souhaitent exercer leur activité au Canada peuvent demander une dispense des obligations qui s'appliqueraient normalement à elles à titre de PND, si elles peuvent démontrer que la réglementation et la surveillance dans leur territoire d'origine sont comparables à celles qui s'appliqueraient si leur siège était au Canada. Dans ces cas, les membres des ACVM pourraient s'en remettre à l'organisme de réglementation du territoire d'origine pour la surveillance quotidienne des PND établies à l'étranger. Cependant, les autorités en valeurs mobilières du Canada conserveraient la faculté d'exercer une

⁹ Par exemple, pour la négociation au moyen de systèmes de demandes de cotations, les demandes et les cotations circulent uniquement entre le demandeur et les courtiers interrogés. Comme nous le verrons ci-dessous, on pourrait fournir une certaine transparence avant les opérations en s'assurant que les demandes sont envoyées à plusieurs courtiers et que la réponse contient non seulement les cotations, mais aussi les ordres appariés qui figurent dans le registre des ordres, le cas échéant.

surveillance générale¹⁰. Ces PND pourraient également être tenues de fournir de l'information aux autorités des territoires du Canada dans lesquelles elles exercent leurs activités.

RÉSUMÉ DES QUESTIONS

Les questions ci-dessous apparaissent dans le même ordre que dans le texte du document.

Définition de l'expression « plateforme de négociation de dérivés »

1. La catégorie de PND est-elle correctement définie? Sinon, quels changements faut-il y apporter et pour quelles raisons?
2. Convient-il d'accorder aux exploitants de PND un certain pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations? Motivez votre réponse. Le cas échéant, le pouvoir discrétionnaire devrait-il n'être accordé que pour la négociation de produits qui ne sont pas visés par l'obligation de négociation sur une PND?

Méthodes d'exécution autorisées

3. La description des méthodes d'exécution autorisées pour une PND convient-elle aux plateformes qui permettent actuellement ou qui envisagent de permettre la négociation de dérivés de gré à gré?
4. Veuillez commenter les modes d'exécution exigés. Faudrait-il prescrire une fonctionnalité de négociation minimale pour l'ensemble des PND?

Autorisation réglementaire des PND

5. Le cadre réglementaire proposé pour les PND est-il approprié?
6. Convient-il d'imposer des obligations applicables aux courtiers aux PND dont l'exploitant exerce un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations? Veuillez fournir des explications. Dans l'affirmative, faudrait-il obliger ces PND à s'inscrire comme courtiers ou leur imposer seulement certaines des obligations des courtiers? Lesquelles?
7. Compte tenu des conflits d'intérêts, les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations devraient-elles être tenues d'exercer cette fonctionnalité dans une société distincte du même groupe? Motivez votre réponse.
8. Quels facteurs sont pertinents pour définir l'obligation de meilleure exécution proposée?

¹⁰ Les membres des ACVM pourraient se réserver le droit de traiter ces questions comme des questions d'accès équitable et de conformité aux obligations canadiennes d'intégrité du marché.

Obligations organisationnelles et de gouvernance

9. Convient-il de permettre aux PND d'exiger la compensation de toutes les opérations qui y sont exécutées et qui peuvent être compensées?
10. Convient-il d'autoriser les PND à exiger que les opérations qui y sont exécutées soient compensées par une agence de compensation et de dépôt en particulier ou déclarées à un répertoire des opérations en particulier?
11. Convient-il que les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations soient autorisés à restreindre l'accès à leur plateforme? Dans l'affirmative, pour quels motifs?
12. Les obligations organisationnelles et de gouvernance sont-elles appropriées? Le comité devrait-il envisager d'autres obligations organisationnelles et de gouvernance?
13. Convient-il que les PND qui n'exercent pas de pouvoir discrétionnaire sur l'exécution soient autorisés à se charger de leurs fonctions de réglementation et surveillance ou faudrait-il les obliger à engager un fournisseur de services de réglementation à cette fin dans tous les cas? Veuillez fournir des explications.
14. Approuvez-vous la proposition d'interdire aux exploitants de PND de conclure des opérations sur leur plateforme pour compte propre? Veuillez fournir des explications.
15. Comment évaluer la suffisance des ressources financières d'une PND? Veuillez commenter la méthodologie et la fréquence du calcul.

Transparence avant les opérations

16. Les obligations de transparence avant les opérations devraient-elles s'appliquer aux dérivés de gré à gré qui sont négociés sur des PND, mais ne sont pas visés par l'obligation de l'être? Dans l'affirmative, quelles obligations devraient s'appliquer et faudrait-il prévoir des dispenses?

Transparence après les opérations

17. Les obligations de transparence après les opérations proposées (qui comprennent la déclaration des opérations en temps réel ainsi que la déclaration quotidienne au public de certaines données) conviennent-elles aux PND?
18. Quelle est la meilleure méthode pour déclarer publiquement en temps réel les opérations exécutées sur une PND (par exemple, directement par la PND, par le truchement de répertoires des opérations ou d'une autre façon)? Quels sont les avantages et les inconvénients de ces options?
19. Dans quelles circonstances faudrait-il permettre de différer la publication de l'information sur les opérations? En existe-t-il d'autres que les opérations de bloc?

20. En supposant que le report de la publication de l'information sur les opérations soit autorisé pour les opérations de bloc, de quels critères faudrait-il tenir compte pour déterminer la taille minimale des opérations?
21. Quels renseignements sur le marché les PND devraient-elles être tenues de fournir au public sans frais, et à quel moment? Veuillez indiquer aussi précisément que possible les éléments de données, le niveau de détail et le moment (cf. les règlements de la CFTC [États-Unis] dans 17 CFR 16.01).
22. Outre la déclaration de l'information sur les opérations à un répertoire des opérations, les PND devraient-elles être tenues de diffuser l'information directement auprès de tous leurs participants ou seulement auprès des contreparties aux opérations? Un minimum d'information après les opérations, moins détaillée que celle qui est fournie aux contreparties, devrait-elle être diffusée auprès de tous les participants? Veuillez préciser.

Obligation de négociation

23. Les critères proposés pour établir si un dérivé sera visé par l'obligation de négociation sur une PND sont-ils appropriés? Faudrait-il envisager d'autres critères?
24. Existe-t-il des dérivés de gré à gré dont il faudrait considérer qu'ils se prêtent à l'obligation de négociation sur une PND? Existe-t-il des catégories de dérivés de gré à gré pour lesquelles cette obligation nuirait aux participants au marché?
25. Existe-t-il des situations dans lesquelles on devrait permettre qu'un produit visé par l'obligation de négociation exclusive sur une PND puisse être négocié sur une autre plateforme? Faudrait-il dispenser certaines catégories de participants au marché de l'obligation de négociation?
26. Faudrait-il mandater officiellement les PND pour débiter le processus visant à décider qu'une catégorie de dérivés de gré à gré est visée par l'obligation de négociation exclusive sur une PND, comme c'est le cas des PES dans le processus de « décision d'admissibilité » décrit à la page 21?
27. Quelles obligations d'information avant les opérations conviennent aux dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND? Quelle information les PND devraient-elles être tenues de publier au sujet des dérivés de gré à gré visés par cette obligation? Veuillez fournir des précisions en ce qui concerne la méthode d'exécution (par exemple, registre des ordres, demande de cotation, etc.).
28. Comment fixer un seuil convenable pour dispenser les ordres et cotations importants des obligations de transparence avant les opérations ou permettre de modifier l'information à fournir?
29. Convient-il de limiter la négociation de dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND à certaines méthodes d'exécution autorisées, par exemple, un registre des ordres ou un système de demande de cotation combiné à un registre des ordres? Motivez votre réponse. Dans l'affirmative, quels modes d'exécution

faudrait-il autoriser pour les produits visés par cette obligation? D'autres méthodes d'exécution permettent-elles d'atteindre un niveau satisfaisant de transparence avant les opérations? Quels autres facteurs devraient être pris en compte?

30. À quelles autres obligations les PND devraient-elles être assujetties en ce qui concerne la négociation de produits visés par l'obligation de négociation sur une PND?

Commentaires généraux

31. Veuillez décrire les caractéristiques particulières des marchés de dérivés de gré à gré du Canada dont le Comité devrait tenir compte et qui pourraient justifier une divergence entre les règles canadiennes et celles en vigueur aux États-Unis et dans l'UE, notamment en ce qui concerne les obligations de transparence et de négociation. Veuillez indiquer les conséquences particulières de ces caractéristiques.

COMMENTAIRES ET OBSERVATIONS

Le Comité invite les intéressés à lui faire part de leurs commentaires sur les questions abordées dans le présent document de consultation publique. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prendra fin le 30 mars 2015.

Certains membres des ACVM exigent la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Nous publierons toutes les réponses reçues sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers (lautorite.qc.ca), celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (osc.gov.on.ca) et celui de l'Alberta Securities Commission (albertasecurities.com). Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu'ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

Veuillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

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

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

M ^e Anne-Marie Beaudoin, secrétaire générale Autorité des marchés financiers 800, square Victoria, 22 ^e étage	Josée Turcotte, Secretary Commission des valeurs mobilières de l'Ontario 20 Queen Street West
---	---

C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Télécopieur : 514 864-6381
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Questions

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

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

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

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

Susan Powell
 Directrice adjointe, valeurs mobilières
 Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
 506 643-7697
susan.powell@fcnb.ca

Chad Conrad
 Legal Counsel
 Corporate Finance
 Alberta Securities Commission
 403 297-4295
chad.conrad@asc.ca

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

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

1. INTRODUCTION

a) Engagement du G20

Lors du sommet de Pittsburgh, en septembre 2009, les dirigeants du G20 ont convenu de ce qui suit :

Tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des plates-formes d'échanges [bourses] ou via des plates-formes de négociation électronique selon le cas et compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard¹¹.

L'engagement de négocier tous les contrats dérivés de gré à gré standardisés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, selon les cas, est un des principaux éléments du mandat que le G20 s'est donné pour réformer les marchés des dérivés de gré à gré. Un des objectifs clés est d'améliorer la transparence et l'efficacité des marchés des dérivés de gré à gré pour l'ensemble des participants au marché. Les bourses ou les plateformes de négociation électronique peuvent contribuer à renforcer l'intégrité du marché en imposant des obligations transparentes et exécutoires en matière de participation et de conduite¹².

b) Avantages des plateformes de négociation organisées

Les plateformes de négociation organisées réunissent de nombreux participants au marché et permettent à leurs indications d'intérêt d'interagir. Selon certaines organisations internationales de réglementation, les avantages potentiels des plateformes de négociation organisées sont notamment les suivants :

- l'utilisation par les participants de moyens analogues pour exprimer leur intérêt et exécuter des opérations peut se traduire par l'accumulation de bassins de liquidité sur les plateformes de négociation;
- la concentration de liquidité peut contribuer à augmenter la participation au marché et accroître l'efficacité opérationnelle, la concurrence et la profondeur des marchés;
- l'accroissement de la concurrence peut faire baisser le coût des opérations et réduire l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs;
- de faibles écarts entre les cours acheteurs et vendeurs et une liquidité profonde, notamment pour les contrats dérivés de référence¹³;

¹¹ Déclaration des dirigeants du G20, p. 9. Bien que l'engagement du G20 prévoie que l'obligation de négocier devait être en vigueur fin 2012, le Conseil de stabilité financière (CSF) a indiqué en avril 2013 que la mise en œuvre était toujours en cours dans les territoires membres après cette échéance : *OTC Derivatives Market Reforms: Fifth Progress Report on Implementation*, 15 avril 2013, p. 2. Voir également la note 24, ci-dessous.

¹² CSF, *OTC Derivatives Market Reforms: Sixth Progress Report on Implementation*, 2 septembre 2013, p. 18.

¹³ Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CERVM), *Standardisation and exchange trading of OTC derivatives*, 19 juillet 2010 (CESR/10-610) (le **Rapport du CERVM**), p. 18.

- une participation accrue au marché des dérivés de gré à gré, ce qui contribue à le rendre moins susceptible de souffrir des difficultés d'un seul fournisseur de liquidités¹⁴;
- une plus grande intégrité du marché grâce aux obligations de participation et de conduite transparentes et exécutoires¹⁵;
- la vérification de l'information sur les opérations au moyen de confirmations électroniques et de liens efficaces entre les agences de compensation et de dépôt et les répertoires des opérations¹⁶;
- un plus haut niveau de transparence et une réduction de l'asymétrie de l'information;
- de l'information sur les cours et les opérations directement disponible sur le marché, ce qui améliore la formation des cours et la fixation du prix des actifs tout en améliorant la comparabilité et en renforçant la gestion du risque¹⁷;
- les participants au marché peuvent fixer directement le prix des dérivés, les exploitants de plateformes se limitant à réunir les intérêts acheteurs et vendeurs ou à faciliter ce processus;
- une transparence accrue pour les autorités en valeurs mobilières, une meilleure surveillance de leur part et probablement un meilleur suivi des positions et des expositions¹⁸.

La réalisation de ces avantages dépendra des produits ou des catégories de produits négociés ainsi que des caractéristiques des plateformes, notamment la nature de la transparence, son degré, le niveau de pouvoir discrétionnaire accordé aux exploitants de plateformes et le niveau d'automatisation employé.

c) Limites des plateformes de négociation organisées

Les limites et inconvénients potentiels suivants de la négociation de dérivés de gré à gré sur des plateformes organisées ont également été signalés :

- la négociation sur les plateformes peut, selon leur structure, réduire la possibilité de personnaliser les contrats; ce manque de souplesse peut empêcher de répondre aux besoins de clients et limiter les possibilités d'innovation¹⁹;
- les systèmes multilatéraux peuvent être avantageux seulement dans certaines situations; comme l'indique le CERVM, [traduction] « dans cette optique, un système multilatéral ne convient pas aux dérivés parce que les contrats sont bilatéraux et que

¹⁴ Rapport de l'OICV sur la négociation, p. 38.

¹⁵ Ci-dessus, note 12.

¹⁶ Council of Financial Regulators (Australia), *OTC Derivatives Market Reform Considerations*, mars 2012 (le **Rapport du CFR**), p. 4; Rapport de l'OICV sur la négociation, p. 37.

¹⁷ *Ibid.*, p. 18.

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ Rapport du CERVM, p. 19. Voir aussi la note 20, p. 20.

de l'information présentée aux fins de transparence qui ne tient pas compte du risque de contrepartie présente un intérêt limité²⁰;

- une obligation de négociation des dérivés de gré à gré sur des plateformes organisées pourrait nuire aux marchés des produits si elle n'est pas mise en œuvre adéquatement²¹.

Une obligation de négociation de certains dérivés de gré à gré sur une plateforme organisée qui fait en sorte que la négociation de dérivés présente plus de coûts ou de risques que d'avantages pourrait décourager les participants de participer au marché des dérivés de gré à gré.

On pourrait atténuer ces limitations en exigeant un minimum de normalisation et de liquidité comme préalable à l'obligation de négociation d'un dérivé de gré à gré ou une catégorie de dérivés de gré à gré sur une plateforme de négociation organisée. Le corollaire de cette mesure serait l'exclusion des contrats « sur mesure » ou non liquides et peut-être des opérations dont la taille excède un certain seuil (par rapport au marché d'un type particulier ou d'une catégorie particulière de dérivés de gré à gré).

d) Recommandations du Comité pour encourager la négociation des dérivés de gré à gré sur des plateformes de négociation organisées

Dans le Document de consultation 91-401, le Comité a formulé des propositions concernant la réglementation du marché des dérivés de gré à gré au Canada. Il a proposé les trois options suivantes pour donner suite à l'engagement du G20 en matière de négociation des dérivés de gré à gré :

- Option 1 : Obligation de négociation sur une plateforme organisée de tous les dérivés de gré à gré, cette obligation dépendant de la disponibilité d'une plateforme reconnue ou désignée.
- Option 2 : Obligation de négociation uniquement pour les opérations suffisamment normalisées et liquides ou qui posent un risque systémique pour l'intégrité du marché.
- Option 3 : Autorisation donnée aux participants au marché de choisir de négocier ou non sur une plateforme organisée.

Le Comité a indiqué que, bien que la négociation sur une plateforme organisée comporte des avantages considérables, on peut accomplir beaucoup grâce à la transparence après les

²⁰ CERVM, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives*, 21 décembre 2010 (CESR/10-1210), p. 16.

²¹ CERVM, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives*, octobre 2010 (CESR/10-1096), p. 12.

opérations en se servant des données provenant des déclarations d'opérations et de la compensation obligatoire par contrepartie centrale. Le Comité a noté que leur grande souplesse et la capacité de couvrir des risques précis sont autant de motifs valables pour lesquels les dérivés de gré à gré ne se négocient pas sur les marchés boursiers. En outre, du fait de l'adaptabilité de nombreux dérivés de gré à gré et de leur grande diversité, il serait étonnant qu'ils puissent tous se négocier sur des plateformes de négociation organisées. Cependant, le Comité a jugé qu'une plus grande transparence et une liquidité accrue grâce à la négociation de certains dérivés de gré à gré sur des plateformes organisées présentent de grands avantages, tant pour les autorités en valeurs mobilières que pour les participants au marché²².

Le Comité recommande aux ACVM de mettre en œuvre la deuxième option en établissant :

- 1) une nouvelle catégorie réglementaire de « plateforme de négociation de dérivés » (PND) pour la négociation des dérivés de gré à gré;
- 2) des critères de sélection des dérivés de gré à gré qui se prêtent à l'obligation de négociation exclusive sur une PND.

Le Comité recommande que les PND soient autorisées à offrir la négociation de dérivés de gré à gré qui ne sont pas visés par l'obligation de négociation sur une PND, mais les participants au marché ne seraient pas tenus de négocier ces dérivés sur une PND. Les PND auraient des obligations supplémentaires pour la négociation des dérivés de gré à gré visés par l'obligation, notamment en matière de transparence avant les opérations.

Le présent document de consultation propose une définition de « PND » et les caractéristiques des PND, notamment les méthodes d'exécution autorisées, les obligations de reconnaissance ou d'inscription, les obligations organisationnelles et de gouvernance et les obligations de transparence avant et après les opérations. Il traite en conclusion des paramètres proposés pour l'obligation de négociation des dérivés de gré à gré suffisamment liquides et normalisés ainsi que de la démarche que le Comité recommande aux ACVM relativement aux plateformes de négociation organisées de dérivés établies à l'étranger.

Les recommandations et propositions formulées dans le présent document de consultation relativement aux PND visent à instaurer une réglementation des plateformes de négociation organisées des dérivés de gré à gré au Canada, dans le but d'encourager l'accroissement de la liquidité, de la transparence et de la normalisation sur le marché des dérivés de gré à gré. En élaborant ces propositions réglementaires, nous avons tenu compte des solutions adoptées aux États-Unis, avec les « swap execution facilities » ou « plateformes d'exécution de swaps » (**PES**), et dans l'Union européenne (UE), avec les « systèmes organisés de négociation » (**SON**).

²² Document de consultation 91-401, p. 41 et 42.

2. AUTRES TERRITOIRES

Compte tenu du fait que les marchés des dérivés de gré à gré sont internationaux, le Comité est d'avis que la réglementation canadienne des plateformes de négociation de dérivés de gré à gré devrait tenir compte de la démarche adoptée dans d'autres territoires, notamment aux États-Unis et dans l'UE. Qui plus est, elle devrait être coordonnée avec les règles internationales, dans la mesure du possible, sans perdre de vue la taille et la liquidité relatives du marché canadien et les caractéristiques particulières du cadre réglementaire canadien.

Le cadre réglementaire dans lequel s'inscrit l'utilisation des plateformes de négociation organisées de dérivés de gré à gré a beaucoup changé depuis la publication du Document de consultation 91-401 en novembre 2010. La législation américaine oblige désormais toutes les plateformes multilatérales de négociation de swaps²³ à s'inscrire comme PES ou « designated contract market » (« marché de contrats désigné » ou **MCD**), et des facteurs ont été établis pour désigner les dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PES ou un MCD. Dans l'UE, une troisième catégorie de plateforme de négociation réglementée, le SON, a été ajoutée aux catégories existantes de « marché réglementé » (**MR**) et de « système multilatéral de négociation » (**SMN**). Les dérivés de gré à gré qui se prêtent à une obligation de compensation et qui sont aussi visés par l'obligation de négociation sur une plateforme de négociation réglementée, c'est-à-dire ceux qui sont suffisamment liquides et normalisés, doivent être négociés sur une de ces trois plateformes.

Certains territoires ont adopté des dispositions en vertu desquelles certains dérivés de gré à gré doivent être négociés exclusivement sur des plateformes de négociation organisées²⁴. Aux États-Unis, cette obligation s'applique à certains types de swaps de taux et de swaps sur défaillance²⁵. Dans l'UE, une directive sur les marchés d'instruments financiers révisée²⁶ (la **directive MIF II**) et le règlement concernant les marchés d'instruments financiers²⁷ (le **Règlement MIF**) ont été adoptés par le Parlement européen et le Conseil de l'Union européenne pour faciliter, entre autres, la négociation obligatoire de certains dérivés de gré à

²³ Le terme « swap » est défini au paragraphe 7 U.S.C. § 1a(47). Cette définition complexe couvre une vaste gamme de contrats dérivés de gré à gré

²⁴ Le CSF a signalé qu'en date de novembre 2014, trois pays (la Chine, l'Indonésie et les États-Unis) avaient des règlements exigeant la négociation sur une plateforme organisée. En 2015, il s'attend à ce que de tels règlements entrent en vigueur, en totalité ou en partie, en Inde, au Japon et au Mexique : CSF, *OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation*, 7 novembre 2014, p. 24.

²⁵ Aux États-Unis, l'obligation d'exécuter certains swaps de taux et sur défaillance sur des « plateformes d'exécution de swaps », des bourses de commerce étrangères ou des marchés de contrats désignés a pris effet à la mi-février 2014. Prière de se reporter à : <http://sirt.cftc.gov/sirt/sirt.aspx?Topic=SwapsMadeAvailableToTradeDetermination>.

²⁶ Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2004/39/EC du Parlement européen et du Conseil (refonte) (la **directive MIF II**) : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>.

²⁷ Règlement n° 600/2014 du Parlement européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (EU) n° 648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (le **Règlement MIF**) : http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN#ntr6-L_2014173FR.01008401-E0006.

gré. La directive MIF II et le Règlement MIF sont entrés en vigueur dans l'UE en juillet 2014 et doivent s'appliquer de manière générale dans les États membres d'ici le 3 janvier 2017.

a) États-Unis

En octobre 2013, les règlements de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) des États-Unis sur la négociation obligatoire de certains dérivés de gré à gré sur des PES ont pris effet. L'obligation de négociation est un aspect fondamental du titre VII de la loi intitulée *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*²⁸ (la **Loi Dodd-Frank**). Cette loi a modifié le *Commodity Exchange Act*²⁹ et le *Securities Exchange Act of 1934* en établissant un nouveau cadre réglementaire global pour les swaps et les swaps sur titres à la suite de la crise financière.

La Loi Dodd-Frank prévoit que, lorsqu'un dérivé est visé par l'obligation de compensation (c'est-à-dire qu'il doit être compensé par une contrepartie centrale à moins qu'une dispense soit ouverte) et qu'une PES ou un MCD (c'est-à-dire un marché à terme inscrit) le rend admissible à la négociation (c'est-à-dire qu'il fait l'objet d'une **décision d'admissibilité**), il doit être négocié sur une PES ou un MCD.

La CFTC a établi en juin 2013 une procédure souple permettant aux PES de rendre les dérivés admissibles à la négociation. Les PES doivent déterminer quels dérivés elles veulent admettre sur leur plateforme. La décision d'admissibilité est alors soumise à la CFTC pour approbation ou autocertifiée par la plateforme de négociation. À moins que la décision ne soit jugée contraire aux règlements de la CFTC, le dérivé est alors assujéti à l'obligation de négociation s'il est visé par l'obligation de compensation. Depuis janvier 2014, la CFTC a approuvé ou jugé comme certifiés admissibles à la négociation certains swaps de taux et swaps sur défaillance en vertu de décisions d'admissibilité rendues par cinq PES. Lors de la prise d'effet des décisions, les swaps sur défaillance et swaps de taux ont été assujéti à ce qui est connu sous l'appellation « obligation d'exécution d'opérations »³⁰. Une opération sur un swap visé par une décision d'admissibilité certifiée peut être exécutée sur toute PES ou tout MCD, et pas uniquement sur la PES qui a soumis la décision d'admissibilité.

En vertu de la Loi Dodd-Frank, une PES est [traduction] « un système ou une plateforme de négociation qui permet à de multiples participants d'exécuter ou de négocier des swaps en acceptant les offres d'achat et de vente d'autres participants », à l'exclusion d'un MCD³¹.

²⁸ http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@swaps/documents/file/hr4173_enrolledbill.pdf.

²⁹ Codifié comme le « Title 7 » du *United States Code* : <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1>. Comme la numérotation des dispositions ne correspond pas toujours, veuillez noter que, dans le présent document, les références renvoient à ce Code, et non au *Commodity Exchange Act*.

³⁰ C'est-à-dire à l'obligation de négocier sur un MCD ou une PES. Se reporter au titre 17 du chapitre I du *Code of Federal Regulations*, à l'adresse suivante : http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=2ed6cb4f87f8320c844139f05049281d&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17tab_02.tpl (les **règlements de la CFTC**), §37.9(a) et 7 U.S.C. §2(h)(8).

³¹ Loi Dodd-Frank, par. 2(6); 7 U.S.C. §1(a)(50).

Toutes les PES inscrites doivent offrir une « fonctionnalité de négociation minimale » pour exécuter des opérations sur tous les dérivés inscrits à leur cote, qu'il s'agisse d'un registre des ordres ou d'un système de demande de cotation combiné à un registre des ordres. Aux fins des règles de fonctionnement des PES, un registre des ordres est défini comme une [traduction] « plateforme de négociation électronique »³², une [traduction] « plateforme de négociation »³³ ou un système ou une plateforme de négociation sur lesquels tous les participants au marché ont la possibilité de saisir de multiples offres d'achat et de vente, d'observer ou de recevoir des offres et d'exécuter des opérations à partir de celles-ci.

Les règles de fonctionnement n'imposent pas d'algorithme particulier pour apparier les offres d'achat et de vente des participants inscrites dans le registre des ordres³⁴.

La négociation traditionnelle personnalisée et les plateformes exploitées par un seul courtier ne correspondent pas à la définition de « PES ». Il est d'ailleurs interdit d'exécuter de ces façons des opérations sur dérivés visés par l'obligation d'exécution d'opérations car elles ne permettent pas l'interaction entre les multiples intérêts acheteurs et vendeurs.

Les PES peuvent fournir une fonctionnalité de demande de cotation aux participants au marché qui ne souhaitent pas afficher leurs offres d'achat ou de vente ni leurs demandes à la vue des autres participants. Cette fonctionnalité permet aux participants de transmettre des demandes à un minimum³⁵ de participants et à ces derniers de répondre³⁶. Le système de demande de cotation des PES peut comporter une composante verbale.

Afin d'offrir la fonctionnalité de demande de cotation pour la négociation des produits faisant l'objet d'une décision d'admissibilité, le système de demande de cotation des PES doit être en mesure de remplir les exigences fonctionnelles minimales suivantes :

- 1) recevoir une demande de cotation d'un participant au marché;

³² 7 U.S.C. §1a(16) définit une plateforme de négociation électronique comme une plateforme de négociation qui : [traduction]

A) fonctionne au moyen d'un réseau électronique ou d'un réseau de télécommunications;

B) maintient une piste d'audit automatisée des offres d'achat et de vente ainsi que des appariements ou des opérations exécutées sur la plateforme.

³³ 7 U.S.C. §1a(51) définit une plateforme de négociation, dans le paragraphe A, comme [traduction] « une personne ou un groupe de personnes qui établit, maintient ou fournit une plateforme ou un système physique ou électronique permettant à de multiples participants d'exécuter ou de négocier des contrats ou des opérations :

i) soit en acceptant les offres d'achat ou de vente des autres participants qui sont ouvertes aux multiples participants de la plateforme ou du système;

ii) soit par l'interaction d'offres d'achat ou de vente multiples dans un système doté d'un algorithme d'appariement et d'exécution préétabli et non discrétionnaire ».

³⁴ Règlements de la CFTC §37.3.

³⁵ Pour les produits qui ne sont pas visés par l'obligation de négocier sur un MCD ou une PES (c'est-à-dire pour les « opérations autorisées »), il n'est pas nécessaire d'envoyer les demandes de cotation à un minimum de participants.

³⁶ Règlements de la CFTC, par. 37.9(a)(3).

- 2) soumettre cette demande au minimum prescrit³⁷ de participants au marché choisis par le demandeur qui ne sont pas membres du même groupe;
- 3) communiquer au demandeur les réponses aux demandes de cotations et les offres fermes d'achat ou de vente en attente dans le registre des ordres;
- 4) permettre au demandeur d'exécuter son ordre contre ces offres fermes d'achat ou de vente en attente et toute réponse à une demande de cotation simultanément.

Les règlements n'obligent pas les PES à afficher les demandes de cotation à la vue des participants au marché qui ne sont pas concernés. Les PES ne sont pas non plus tenues d'afficher les réponses aux demandes à la vue d'autres personnes que le demandeur³⁸. Lorsque le demandeur reçoit la première offre d'achat ou de vente en réponse, les PES doivent lui communiquer toute offre ferme d'achat ou de vente qui se rapporte au même instrument et qui est en attente dans leur registre des ordres³⁹.

Les PES qui offrent une fonctionnalité de registre des ordres ou de demande de cotation peuvent, aux fins d'exécution et de communication, utiliser [traduction] « tout moyen de commerce entre les États, notamment le courrier, Internet, le courriel et le téléphone », pourvu que la méthode d'exécution satisfasse aux obligations minimales prévues par les règlements de la CFTC relativement à la fonctionnalité de registre des ordres et de demande de cotation des PES⁴⁰.

b) Union européenne

La directive MIF II et le Règlement MIF introduisent de nouvelles règles en matière d'infrastructures de négociation, notamment la nouvelle catégorie de plateforme de négociation de « SON ». À l'instar des MR et des SMN, les SON sont un autre type de système multilatéral qui permet aux intérêts acheteurs et vendeurs d'interagir en vue de la conclusion de contrats. Toutefois, contrairement à eux, les SON ne sont autorisés à négocier que des dérivés et certains instruments autres que des actions, à savoir des obligations, des produits financiers structurés et des quotas d'émission⁴¹. L'exploitation d'un SON est considérée comme la prestation d'un service d'investissement, de sorte que la personne qui souhaite exercer cette activité doit être inscrite comme entreprise d'investissement. Les exploitants de MR sont aussi autorisés à exploiter un SON. En vertu de la directive MIF II, le principal facteur qui distingue un SON d'un MR ou d'un SMN est que les exploitants de SON ont le pouvoir discrétionnaire de déterminer comment les opérations sont exécutées, alors que l'interaction des ordres sur un MR ou un SMN ne doit pas être discrétionnaire.

³⁷ Au moins deux participants au marché qui ne sont pas membres du même groupe pendant la première année suivant l'entrée en vigueur de la règle définitive et au moins trois par la suite.

³⁸ Règlements de la CFTC, par. 37.9(a)(3).

³⁹ *Ibid.*, par. 37.9(3)(i).

⁴⁰ *Ibid.*, par. 37.9(a)(2)(ii).

⁴¹ Règlement MIF, paragraphe 8 du préambule.

Les exploitants de SON seraient autorisés à exercer leur pouvoir discrétionnaire dans deux cas : *i*) lorsqu'ils décident de saisir un ordre ou de le retirer et *ii*) lorsqu'ils décident de ne pas appairer un ordre avec les ordres disponibles dans le système à un moment donné, à condition de respecter les instructions précises des clients et les obligations de meilleure exécution.

Les exploitants de SON pourront décider quand et comment appairer les ordres des clients et donc faciliter la négociation entre ceux-ci de façon à réunir deux ou plusieurs indications d'intérêt compatibles. Compte tenu de ce pouvoir discrétionnaire, les exploitants de SON ont des obligations de protection des investisseurs envers leurs clients. Ils doivent respecter des règles de conduite et de meilleure exécution, agir au mieux des intérêts du client et s'acquitter d'obligations concernant le traitement des ordres des clients⁴².

Comme les MR et les SMN, les SON seront tenus d'avoir des règles transparentes et non discriminatoires qui régissent l'accès à leur plateforme. Contrairement à eux, toutefois, ils sont autorisés à définir et à restreindre l'accès en se fondant notamment sur le rôle et les obligations de leur exploitant par rapport à leurs clients.⁴³

Le concept de SON n'inclut pas « les systèmes où il n'y a pas de véritable exécution ou organisation des transactions, tels que les tableaux d'affichage utilisés pour assurer la publicité des intérêts acheteurs et vendeurs, les autres entités agréant ou regroupant des intérêts acheteurs ou vendeurs potentiels, les services électroniques de confirmation post-négociation, ou la compression de portefeuille, qui réduit les risques non liés au marché sur les portefeuilles existants d'instruments dérivés sans modifier le risque de marché desdits portefeuilles⁴⁴ ».

La catégorie de SON est conçue pour englober la plupart des marchés intercourriers. Sous réserve de quelques exceptions concernant la dette souveraine, une entreprise d'investissement ou un marché exploitant un SON ne sont pas autorisés à exécuter les ordres des clients sur le SON en engageant leurs propres capitaux ou ceux d'une entité qui fait partie du même « groupe ou personne morale » que l'exploitant⁴⁵. Contrairement aux exploitants de MR ou de SMN, les exploitants de SON pourront, avec le consentement du client, prendre part à une négociation par appariement avec interposition du compte propre⁴⁶ à l'égard de dérivés de gré à gré qui ne sont pas visés par une obligation de négociation. Dans ce cas, les SON devront se conformer aux obligations de transparence avant et après les opérations ainsi

⁴² Règlement MIF, paragraphe 9 du préambule.

⁴³ Directive MIF II, paragraphe 14 du préambule.

⁴⁴ Règlement MIF, paragraphe 8 du préambule.

⁴⁵ Directive MIF II, paragraphe 1 de l'article 20.

⁴⁶ La directive MIF II, à l'alinéa 38 du paragraphe 1 de l'article 4, définit la « négociation par appariement avec interposition du compte propre » comme « une transaction dans le cadre de laquelle le facilitateur agit en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur participant à la transaction de façon à ce qu'il n'y ait aucune exposition au risque de marché pendant toute la durée de l'exécution de la transaction, les deux volets étant exécutés simultanément, et la transaction étant conclue à un prix grâce auquel le facilitateur n'enregistre ni perte ni gain, abstraction faite d'une commission, d'honoraires ou de dédommements divulgués au préalable ».

qu'aux obligations de meilleure exécution. Ni l'exploitant d'un SON ni aucune entité qui fait partie du même groupe ou personne morale que l'entreprise d'investissement ou l'exploitant ne devrait servir d'internalisateur systématique⁴⁷ du SON qu'il exploite. L'exploitant devrait aussi être assujéti aux mêmes obligations que les SMN relativement aux conflits d'intérêts potentiels⁴⁸.

Afin de mettre en œuvre l'engagement du G20 d'exiger que les dérivés normalisés soient négociés sur des bourses et des plateformes électroniques, le Règlement MIF crée également une obligation de négociation sur une plateforme en vertu de laquelle certains dérivés ne peuvent être négociés que sur un MR, un SMN, un SON ou une plateforme équivalente dans un pays tiers⁴⁹. Il prévoit une procédure pour établir si un dérivé devrait y être assujéti. Pour mettre en œuvre cette procédure, l'AEMF élaborera des normes techniques énonçant les catégories ou sous-catégories de dérivés de gré à gré qui ne devraient être négociés que sur ces plateformes.

De manière générale, pour être assujéti à l'obligation de négociation sur une plateforme, une catégorie de dérivés de gré à gré devrait être visée par l'obligation de compensation, négociée au moins sur un MR, un SMN ou un SON et jugée suffisamment liquide⁵⁰. Le Règlement MIF indique qu'un marché est jugé liquide lorsqu'« il existe de façon continue des vendeurs et des acheteurs prêts et disposés ». Compte tenu de la plateforme de négociation et de la catégorie de dérivés de gré à gré, l'évaluation est fonction de la fréquence et de la taille moyennes des opérations dans diverses conditions de marché, de la nature et du cycle de vie des produits dans la catégorie, du nombre et du type de participants au marché actifs, y compris le ratio entre les participants au marché et les produits ou contrats négociés dans un marché donné, et de la taille moyenne des écarts entre les cours acheteurs et vendeurs⁵¹.

Lors de l'élaboration de ces projets de normes techniques, l'AEMF devra prendre en considération l'incidence escomptée qu'une obligation de négociation est susceptible d'avoir sur la liquidité d'une catégorie de dérivés ou d'une subdivision pertinente de celle-ci ainsi que sur les activités commerciales d'utilisateurs finaux autres que des entités financières⁵².

3. MARCHÉS ASSUJETTIS AUX NORMES CANADIENNES 21-101 ET 23-101

La Norme canadienne 21-101 instaure le cadre de fonctionnement des « marchés », tandis que la Norme canadienne 23-101 régit la négociation sur les marchés. La Norme canadienne 21-101 désigne par « marché » une plateforme permettant de négocier des titres (et, dans

⁴⁷ Un internalisateur systématique est défini comme une entreprise d'investissement qui, « de façon organisée, habituelle et systématique », négocie pour compte propre en exécutant les ordres des clients en dehors d'un marché réglementé ou d'un SMN : Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), *Discussion Paper: MiFID II/MiFIR* (le **Document de discussion de l'AEMF**), 22 mai 2014, art. 3.3.

⁴⁸ Règlement MIF, paragraphe 10 du préambule.

⁴⁹ Règlement MIF, article 28, paragraphe 1.

⁵⁰ FIA/FIA Europe, *Special Report Series: Market Infrastructure Under MiFID II*, 13 juin 2014.

⁵¹ Règlement MIF, alinéa 17 du paragraphe 1 de l'article 2, et Document de discussion de l'AEMF, art. 3.6.

⁵² Règlement MIF, paragraphe 3 de l'article 32.

certaines territoires représentés au sein des ACVM, des dérivés), dont les bourses, les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations, les systèmes de négociation parallèle (SNP) et d'autres types de systèmes de négociation. De manière générale, ces marchés présentent les caractéristiques suivantes :

- a) ils établissent, tiennent ou offrent un marché ou un mécanisme permettant aux acheteurs et aux vendeurs de titres de se rencontrer;
- b) ils réunissent les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs de titres;
- c) ils utilisent des méthodes éprouvées, non discrétionnaires, selon lesquelles les ordres interagissent, et les acheteurs et les vendeurs qui passent des ordres s'entendent sur les conditions d'une opération⁵³.

Les Normes canadiennes 21-101 et 23-101 ne prévoient pas que l'exploitant d'un marché réglementé puisse exercer un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution d'opérations. En revanche, comme on le verra ci-après, les méthodes d'exécution habituelles d'opérations sur dérivés de gré à gré peuvent comporter l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire. De surcroît, les opérations exécutées sur un marché assujéti à la Norme canadienne 21-101 doivent être déclarées à une agence de compensation et de dépôt et réglées par son entremise, tandis que les marchés des dérivés de gré à gré dont il est question dans le présent document n'imposent pas nécessairement cette obligation, et il est proposé que les opérations exécutées sur une PND ne l'entraînent pas non plus, à moins que les dérivés n'appartiennent à une catégorie assujéti à une règle sur la compensation.

Le Comité estime que le marché des dérivés de gré à gré du Canada pourrait bénéficier d'un cadre réglementaire suffisamment souple pour prendre en charge les caractéristiques particulières des dérivés de gré à gré, y compris les méthodes d'exécution discrétionnaires.

Le Comité recommande d'établir des règles créant une nouvelle catégorie de plateforme de négociation conçue spécifiquement pour les dérivés de gré à gré, la PND. Nous proposons que les PND soient assujétiées à des règles adaptées à la négociation de dérivés de gré à gré sur des plateformes organisées. Ces règles seraient distinctes des Normes canadiennes 21-101 et 23-101. Dans la mesure du possible, elles seraient compatibles avec les obligations comparables prévues par ces règles.

4. DÉFINITION DE L'EXPRESSION « PLATEFORME DE NÉGOCIATION DE DÉRIVÉS »

Nous avons fait état, ci-dessus, de la réglementation applicable aux plateformes de négociation de dérivés de gré à gré aux États-Unis et en Europe ainsi que du cadre réglementaire applicable aux marchés au Canada. Nous exposons ci-après la recommandation

⁵³ Sauf en Ontario, le terme « marché » est défini à l'article 1.1 de la Norme canadienne 21-101. En Ontario, il est défini au paragraphe 1 de l'article 1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

du Comité en vue de la réglementation des plateformes de négociation de dérivés de gré à gré au Canada.

a) Champ d'application et principales caractéristiques

Les principales caractéristiques d'une plateforme de négociation organisée répondant à la définition de « PND » sont décrites ci-dessous.

i) Exécution

Le Comité recommande que le régime des PND ne s'applique qu'aux systèmes ou plateformes qui réunissent des intérêts acheteurs et vendeurs multiples en vue de l'exécution d'opérations sur dérivés de gré à gré. Seraient exclus les tableaux d'affichage et les plateformes analogues qui ne permettent pas d'exécuter des opérations.

ii) Courtier unique et multi-courtiers

Le Comité recommande que le régime des PND vise à réglementer les plateformes multi-courtiers ou celles qui facilitent les opérations multilatérales. À ce stade, nous ne proposons pas de l'appliquer aux plateformes exploitées par un courtier unique ou à courtier unique et clients multiples.

Nous notons que les plateformes de négociation de dérivés de gré à gré tombent généralement dans deux grandes catégories : celles qui n'ont qu'un fournisseur de liquidités (les plateformes exploitées par un courtier unique ou à courtier unique et clients multiples) et celles qui en ont plusieurs (les plateformes multi-courtiers). Les plateformes à courtier unique et clients multiples sont structurées autour d'un seul fournisseur de liquidités qui intervient dans toutes les opérations de façon bilatérale avec une ou plusieurs contreparties. De façon générale, ces plateformes reproduisent la méthode de négociation dominante des dérivés de gré à gré, c'est-à-dire la négociation directe entre les contreparties, traditionnellement effectuée au téléphone. En revanche, les plateformes multi-courtiers sont multilatérales (elles mettent en relation de multiples parties). Elles sont structurées pour faciliter l'interaction de nombreux intérêts acheteurs et vendeurs. Ce sont des systèmes d'exécution concurrentiels qui font intervenir des offres fermes d'achat et de vente de nombreux courtiers. Il s'agit notamment *i)* des systèmes de demande de cotation permettant aux participants de demander des cotations aux multiples courtiers qu'ils ont sélectionnés et *ii)* des registres des ordres dans lesquels les offres fermes d'achat et de vente interagissent de façon concurrentielle⁵⁴.

iii) Exécution discrétionnaire et registres des ordres

On peut également distinguer les plateformes de négociation de dérivés en fonction du pouvoir discrétionnaire que leur exploitant est autorisé à exercer, le cas échéant, sur le processus d'exécution. Dans ce contexte, on entend par « pouvoir discrétionnaire » la faculté des exploitants de plateformes de déterminer indépendamment, entre autres, le moment de la

⁵⁴ Rapport de l'OICV sur la négociation, p. 30.

saisie ou du retrait des ordres des participants, les participants qui reçoivent des demandes de cotation des clients, les ordres ou demandes de cotation des clients qui sont appariés avec d'autres ordres ou cotations, l'ordre et le moment de l'appariement, et enfin le mode d'exécution des opérations (par exemple, verbalement ou par demande de cotation). Ce pouvoir discrétionnaire aide la plateforme à rechercher de la liquidité et à arranger et négocier les opérations entre intérêts acheteurs et vendeurs avant l'exécution⁵⁵. La négociation peut n'être ni continue ni entièrement électronique, ce qui peut être important pour trouver de la liquidité dans les produits qui ont tendance à ne se négocier qu'épisodiquement.

En revanche, certaines plateformes, comme celles qui utilisent un registre des ordres, n'exercent aucun pouvoir discrétionnaire. Sous sa forme la plus simple, un registre des ordres transparent permet aux participants au marché de saisir des offres d'achat et de vente multiples, d'observer celles des autres participants et d'en sélectionner pour effectuer des opérations⁵⁶. Ces systèmes comportent généralement des critères prédéterminés qui régissent la priorisation des ordres et des interactions entre ceux-ci, de sorte que l'exécution continue ou périodique des opérations se fasse de façon transparente et objective. L'exploitant offre les mêmes cours pour le même volume d'opérations dans les mêmes conditions de marché, quel que soit le participant ou le client⁵⁷. Dans les faits, l'exploitant n'intervient pas dans le processus d'exécution et n'exerce aucun pouvoir discrétionnaire sur l'interaction des intérêts⁵⁸.

Il importe de faire la distinction entre le pouvoir discrétionnaire que les exploitants de plateformes peuvent exercer sur l'exécution des opérations du pouvoir discrétionnaire des participants. Nous ne considérons pas qu'une PND offre l'exécution discrétionnaire simplement parce que ses participants ont la faculté de modifier ou d'annuler leurs ordres ou de choisir leurs contreparties en vertu de ses règles. De même, nous ne considérons pas que les mesures prises par les exploitants de PND pour garantir l'intégrité du marché, comme l'annulation ou la modification d'opérations erronées ou déraisonnables conformément à leurs règles⁵⁹ ou encore le blocage d'un algorithme « hors de contrôle », soient équivalentes à l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution.

Nous ne considérons pas non plus que les PND exercent un pouvoir discrétionnaire du seul fait qu'elles utilisent un certain moyen de communication (par exemple, le téléphone). Ainsi, un système de négociation non discrétionnaire peut très bien comporter un employé chargé

⁵⁵ Comme nous le verrons ci-après, le pouvoir discrétionnaire exercé uniquement par les participants n'est pas ce dont il s'agit ici. Il est plutôt question des situations dans lesquelles une partie joue un rôle actif d'intermédiaire entre deux participants, à l'instar d'un intermédiaire entre courtiers qui entre en relation avec les contreparties potentielles et négocie le prix et le volume pour le compte d'un client (généralement anonyme).

⁵⁶ Ci-dessus, note 54, p. 10.

⁵⁷ Comité européen des régulateurs des valeurs mobilières (CERVM), *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets* (CESR/10-802), 29 juillet 2010 (**l'avis technique du CERVM**), p. 19.

⁵⁸ Règlement MIF, paragraphe 7 du préambule.

⁵⁹ Sous réserve de règles appropriées en matière de conflits d'intérêts et d'une surveillance adéquate.

de prendre les ordres au téléphone et de les saisir dans un registre des ordres ou d'envoyer des demandes de cotation aux participants indiqués par l'appelant⁶⁰.

À ce stade, notre définition de PND n'exclut pas les plateformes qui emploient des méthodes de négociation discrétionnaires parce que l'objectif est de réglementer toutes les plateformes multilatérales de négociation de dérivés de gré à gré. Le Comité se demande s'il convient de recommander d'autoriser les exploitants de PND à exercer un pouvoir discrétionnaire sur la négociation de certains de ces dérivés. Le cas échéant, compte tenu notamment des conflits d'intérêts, nous prévoyons que les PND qui emploient des méthodes de négociation discrétionnaires auraient des obligations supplémentaires analogues à celles des courtiers. Parmi les obligations à l'étude, mentionnons celle d'agir au mieux des intérêts des clients, qui comprend l'obligation de meilleure exécution⁶¹. En outre, si le Comité fait cette recommandation, il pourrait néanmoins recommander que l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire ne soit pas autorisé pour l'exécution d'opérations sur les produits visés par l'obligation de négociation sur une PND.

b) Définition de « PND » proposée

i) Dérivés de gré à gré

Dans le présent document, l'expression « dérivé de gré à gré » s'entend au sens habituel de contrat dérivé qui n'est pas négocié sur une bourse, mais, par exemple, entre courtiers ou directement entre les contreparties. Toutefois, aux fins du présent document, un dérivé de gré à gré ne cesse pas de l'être du simple fait qu'il peut être négocié en bourse. Cette précision est importante parce que, comme nous le verrons, le Comité s'attend à ce que, dans certains territoires, les PND puissent être reconnues comme des bourses.

ii) PND

Le Comité propose la définition suivante de « PND » : une personne qui établit, tient ou offre une plateforme ou un marché permettant de rassembler les acheteurs et les vendeurs de dérivés de gré à gré, réunissant les ordres d'acheteurs et vendeurs de dérivés de gré à gré multiples et utilisant des méthodes qui permettent aux ordres d'interagir et aux acheteurs et vendeurs de s'entendre sur les conditions d'une opération.

La définition proposée de PND est intentionnellement large et s'appliquerait à divers processus d'exécution multilatéraux et plateformes multilatérales. Cependant, elle exclurait les mécanismes bilatéraux ou à courtier unique et clients multiples tels les plateformes exploitées par un courtier unique. Le participant qui offre des services de négociation à ses clients par l'entremise d'une plateforme exploitée par un courtier unique serait plutôt tenu de s'inscrire à titre de courtier.

⁶⁰ Cependant, si cet employé entame des négociations avec un ou plusieurs participants au marché pour le compte du participant au marché qui a donné l'ordre, il y a négociation discrétionnaire.

⁶¹ Ce point est traité de façon plus détaillée sous la rubrique Autorisation réglementaire des PND.

La définition proposée ne s'appliquerait pas non plus aux plateformes ou processus qui ne permettent pas d'exécuter ou de conclure des opérations, comme les tableaux d'affichage d'intérêts acheteurs et vendeurs, les autres entités qui réunissent les intérêts acheteurs ou vendeurs potentiels, les services de confirmation après les opérations ou les services de compression de portefeuilles, qui réduisent les risques non liés au marché de portefeuilles de dérivés existants sans modifier leur risque de marché.

Comme nous l'avons vu ci-dessus, le Comité se demande s'il convient de recommander que l'on autorise des méthodes discrétionnaires d'exécution pour certaines opérations. La définition de PND proposée est assez large pour couvrir les plateformes qui emploient de telles méthodes. Si l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire est autorisé, nous prévoyons que les PND qui offrent ces méthodes d'exécution seront autorisées à le faire dans le cadre d'une seule et même entité offrant d'autres méthodes d'exécution, sous réserve de la conformité de cette dernière avec des règles appropriées en matière de conflits d'intérêts.

Le Comité ne souhaite pas que le cadre réglementaire actuel des bourses, des marchés à terme, des SNP et des systèmes de cotation et de déclaration d'opérations soit touché par la nouvelle catégorie de PND. Il recommande que les bourses sur lesquelles se négocient des dérivés autres que des dérivés de gré à gré ne soient pas réglementées comme des PND pour ce qui est de leurs activités actuelles ou futures non reliées aux dérivés de gré à gré. Les bourses existantes qui souhaitent offrir une plateforme de négociation de dérivés de gré à gré seraient tenues de demander une autorisation à cette fin.

Le Comité reconnaît que certaines plateformes de négociation peuvent fonctionner à la fois comme des marchés⁶² au sens de la Norme canadienne 21-101 et comme des PND au sens de la législation en valeurs mobilières applicable (par exemple, elles peuvent être SNP et PND). Cette situation peut notamment se produire lorsqu'un marché existant commence à offrir la négociation de dérivés de gré à gré. Le Comité recommande que ce genre d'hybride marché-PND soit assujéti à des régimes différents selon les types de produits offerts à la négociation. Les membres des ACVM réglementeraient les plateformes hybrides marché-PND au cas par cas afin d'atténuer ou d'éliminer les chevauchements entre règles.

Question 1 : La catégorie de PND est-elle correctement définie? Sinon, quels changements faut-il y apporter et pour quelles raisons?

Question 2 : Convient-il d'accorder aux exploitants de PND un certain pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations? Motivez votre réponse. Le cas échéant, le pouvoir discrétionnaire devrait-il n'être accordé que pour la négociation de produits qui ne sont pas visés par l'obligation de négociation sur une PND?

⁶² Y compris les bourses.

5. MÉTHODES D'EXÉCUTION AUTORISÉES

Le Comité recommande que les PND soient autorisées à utiliser une gamme de fonctionnalités pour la négociation entre parties multiples. Voici des exemples de méthodes d'exécution possibles :

- les **systèmes reposant sur un registre des ordres**, qui sont généralement entièrement automatisés et dans lesquels les participants au marché peuvent saisir des offres d'achat et de vente multiples, observer celles des autres participants et en sélectionner pour exécuter des opérations; ces systèmes peuvent fonctionner en continu ou périodiquement, dans le cas de l'exécution d'ordres en lots à intervalles préétablis, et exécuter des opérations automatiquement à des cours déterminés selon une méthodologie prescrite;
- les **systèmes de demande de cotation**, grâce auxquels les participants pourraient transmettre à des teneurs de marché des demandes de cotation sur des dérivés de gré à gré, et ces participants au marché pourraient leur répondre;
- les **systèmes de demande de flux**, qui permettent aux teneurs de marché de fournir un flux continu de cotations *fermes* pour l'achat et la vente de contrats dérivés sur une période prédéterminée selon l'intérêt du client; le client qui reçoit ce flux n'a qu'à cliquer lorsqu'il est prêt à exécuter l'opération;
- les **systèmes hybrides** qui combinent les fonctionnalités d'exécution, dont celles décrites ci-dessus (par exemple, un système de demande de cotation lié à un registre des ordres décrit ci-dessous) ou combinent une plateforme électronique avec un élément de négociation traditionnelle lors de l'exécution des opérations⁶³.

Il ne s'agit que d'exemples, et le Comité s'attend à ce que les membres des ACVM jugent d'autres méthodes d'exécution acceptables quand ils auront étudié la question.

Comme nous l'avons vu, le Comité recommande que les PND soient autorisées à utiliser des systèmes hybrides qui combinent des fonctionnalités d'exécution. Il estime notamment qu'elles pourraient utiliser un système de demande de cotation lié à un registre des ordres d'une façon analogue aux obligations applicables aux PES aux États-Unis (voir en page 21). Le Comité prévoit que, comme sur une PES, les opérations pourraient être exécutées exclusivement par l'entremise du système de demande de cotation (donc hors du registre des

⁶³ À titre d'exemple, certains systèmes multilatéraux offrent l'appariement de cotations indicatives. Cependant, une fois que les intérêts opposés sont repérés, un courtier (l'exploitant) dirige la négociation des conditions finales entre les contreparties. Il a le pouvoir discrétionnaire de leur demander d'offrir des conditions particulières et ainsi d'influer sur le contrat. C'est une situation courante pour de nombreux produits à revenu fixe et dérivés complexes, même si l'on s'attend à ce que les progrès techniques rendent de moins en moins nécessaire l'intervention de l'exploitant : European Capital Markets Institute, *Setting the Institutional and Regulatory Framework for Trading Platforms: Does the MiFID definition of OTF make sense?* Diego Valiante, ECMI Research Report, n° 8, avril 2012, p. 5 et 6.

ordres), parce que la transparence avant les opérations serait assurée par la fonctionnalité de demande de cotation et l'existence du registre des ordres connexe sur lequel le produit visé par l'obligation se négocie.

Le Comité recommande que les méthodes d'exécution autorisées comprennent les systèmes qui révèlent l'identité des contreparties et ceux qui ne le font pas. Par exemple, les systèmes reposant sur un registre des ordres exploités dans certains territoires peuvent ne pas révéler l'identité des contreparties et, dans les systèmes hybrides, les participants ne connaissent souvent pas l'identité de leur contrepartie avant que l'opération ait été négociée. Dans le cas des systèmes de demande de cotation, le client indique son intérêt en demandant des cotations fermes aux teneurs de marché. Les contreparties se communiquent parfois mutuellement leur identité avant l'exécution⁶⁴. D'autres systèmes de demande de cotation peuvent faire intervenir des courtiers et des clients dont ils appliquent les limites de crédit préétablies. Ils préservent l'anonymat des participants qui font les demandes et des courtiers qui fournissent les cotations.

Comme nous l'avons vu, le Comité se demande s'il faudrait, et dans quelle mesure, autoriser les exploitants de PND à exercer un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations. Advenant que cette autorisation soit donnée, le Comité pourrait recommander que le pouvoir discrétionnaire soit restreint aux produits qui ne sont pas visés par l'obligation de négociation exclusive sur une PND.

Question 3 : *La description des méthodes d'exécution autorisées pour une PND convient-elle aux plateformes qui permettent actuellement ou qui envisagent de permettre la négociation de dérivés de gré à gré?*

Question 4 : *Veuillez commenter les modes d'exécution exigés. Faudrait-il prescrire une fonctionnalité de négociation minimale pour l'ensemble des PND?*⁶⁵

6. AUTORISATION RÉGLEMENTAIRE DES PND

Le Comité recommande que les PND, qu'elles offrent ou non la négociation de dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation exclusive sur une PND, soient tenues d'obtenir l'autorisation de l'autorité en valeurs mobilières de chaque territoire dans lequel elles exercent leurs activités ou une dispense de cette obligation. Il recommande qu'elles soient généralement réglementées à la manière de bourses. En outre, celles qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations auraient des obligations analogues à celles des courtiers en dérivés.

Le Comité souhaite que les caractéristiques et les obligations des PND soient harmonisées dans les territoires du Canada. Dans certaines provinces cependant, les PND pourraient être

⁶⁴ Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), *Follow-On Analysis to the Report on Trading of OTC Derivatives*, janvier 2012, p. 11 et 12.

⁶⁵ Contrairement aux méthodes d'exécution qui seraient autorisées pour les produits visés par l'obligation de négocier sur une PND. Voir la question 29.

une catégorie de bourse, tandis que dans d'autres, il pourrait s'agir d'un nouveau type d'entité. Quoi qu'il en soit, comme nous l'avons vu, la Norme canadienne 21-101 ne s'appliquerait pas aux PND. Un nouveau cadre réglementaire présentant des similitudes appropriées avec cette règle s'appliquerait.

a) Réglementation de base pour l'ensemble des PND

Le Comité recommande qu'une réglementation de base s'applique à l'ensemble des PND (c'est-à-dire aux PND qui n'utilisent que des méthodes d'exécution non discrétionnaires, comme des registres des ordres ou des systèmes de demande de cotation qui suivent des règles d'acheminement des demandes et des cours).

Le Comité recommande que toutes les PND soient tenues d'exécuter des fonctions de réglementation appropriées. Elles auraient notamment l'obligation de se doter de règles régissant la conduite des participants et, soit directement, soit en faisant appel à un fournisseur de services de réglementation, d'en surveiller la conformité et de prendre des mesures disciplinaires en cas de manquement. Les règles de PND devraient être conçues pour assurer la conformité à la législation en valeurs mobilières applicable, empêcher les actes frauduleux et les manipulations et promouvoir des principes de négociation justes et équitables. Les PND ne seraient responsables que de réglementer les activités qui se déroulent sur leur plateforme. Elles pourraient aussi avoir des obligations en matière de contrôles internes et de systèmes et, au besoin, d'autres obligations qui s'appliquent actuellement aux marchés.

b) PND exerçant un pouvoir discrétionnaire

Par ailleurs, le Comité recommande que les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations (voir ci-dessus) aient des obligations analogues à celles des courtiers en dérivés⁶⁶. Elles seraient tenues d'engager un fournisseur de services de réglementation pour exercer leurs fonctions de réglementation, notamment surveiller la conduite de leurs participants et prendre des mesures disciplinaires en cas de manquement, y compris l'exploitant, compte tenu du fait qu'il agirait à titre de courtier sur sa propre plateforme. Des obligations appropriées en matière de conflits d'intérêts s'appliqueraient également.

Le Comité recommande que les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire soient tenues de se conformer aux obligations pertinentes des courtiers, par exemple, l'obligation d'agir avec honnêteté, bonne foi et loyauté, des obligations de compétence de leurs représentants, de connaissance du client, d'évaluation de la convenance au client, de tenue des comptes, de confidentialité de l'information des clients et de meilleure exécution⁶⁷. Les PND qui exercent

⁶⁶ Voir le *Document de consultation 91-407 des ACVM – Dérivés : Inscription*, publié le 18 avril 2013.

⁶⁷ La Norme canadienne 23-101 et l'instruction complémentaire connexe prévoient les obligations de meilleure exécution dans le contexte de la négociation de valeurs mobilières. Des considérations analogues pourraient s'appliquer à la négociation sur les PND ainsi que d'autres facteurs particulièrement pertinents pour la négociation des dérivés.

un pouvoir discrétionnaire auraient également à informer leurs participants au préalable de l'étendue de leur pouvoir et obtenir le consentement de chacun d'entre eux pour l'exercer sur les opérations.

Question 5 : *Le cadre réglementaire proposé pour les PND est-il approprié?*

Question 6 : *Convient-il d'imposer les obligations des courtiers aux PND dont l'exploitant exerce un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations? Veuillez fournir des explications. Dans l'affirmative, faudrait-il obliger ces PND à s'inscrire comme courtiers ou leur imposer seulement certaines des obligations des courtiers? Lesquelles?*

Question 7 : *Compte tenu des conflits d'intérêts, les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations devraient-elles être tenues d'exercer cette fonctionnalité dans une société distincte du même groupe? Motivez votre réponse.*

Question 8 : *Quels facteurs sont pertinents pour définir l'obligation de meilleure exécution proposée?*

7. OBLIGATIONS ORGANISATIONNELLES ET DE GOUVERNANCE

Toutes les PND seraient tenues de respecter plusieurs obligations organisationnelles et de gouvernance de base, notamment en matière de ressources financières, de systèmes, de personnel, de règles, de surveillance, de tenue des dossiers, de conflits d'intérêts et, le cas échéant, d'accès non discriminatoire.

Comme celles qui sont prévues par les Normes canadiennes 21-101 et 23-101, ces obligations porteraient sur les politiques et procédures et, le cas échéant, sur les conventions entre les participants et les plateformes conçues pour définir les règles d'accès, garantir la meilleure exécution⁶⁸, garantir l'intégrité des cotations et des cours, établir clairement les caractéristiques des dérivés négociés et exiger la mise en œuvre de systèmes de conformité et de processus de surveillance. Un résumé des obligations recommandées par le Comité figure ci-dessous.

a) Accès

Pour garantir que les règles, politiques, procédures et droits, selon le cas, des PND n'empêchent pas d'accéder à leurs services :

- les PND seraient tenues d'établir des normes écrites, transparentes et équitables qui encadrent l'accès à chacun de leurs services, notamment les données sur les opérations destinées aux agences de compensation et de dépôt réglementées, et de tenir des dossiers sur i) chaque autorisation d'accès accordée, y compris les raisons

⁶⁸ Ci-dessus, note 67.

pour lesquelles l'accès a été accordé au demandeur, et *ii*) chaque limitation ou refus d'accès, notamment les raisons pour lesquelles l'accès a été limité ou refusé au demandeur;

- les PND ne pourraient interdire à quiconque sans motif valable l'accès à leurs services ni imposer des conditions ou des limites déraisonnables.

Les PND seraient tenues de fixer des droits équitables et transparents, qui ne créent pas de barrières déraisonnables à l'accès et sont en rapport avec les services fournis.

Les exploitants de PND pourraient exiger que toutes les opérations exécutées sur leur plateforme soient compensées. Le Comité se demande s'il conviendrait de permettre aux PND d'imposer une telle obligation. (Le Comité reconnaît que les PND peuvent offrir la négociation de produits qui ne sont pas du tout compensés. Par conséquent, cette obligation, si elle était permise, ne s'appliquerait qu'aux opérations qui peuvent être compensées.)

De même, le Comité se demande s'il conviendrait d'autoriser les PND à lier l'utilisation de leur plateforme à une agence de compensation et de dépôt ou à un répertoire des opérations en particulier, compte tenu du nombre d'agences de compensation et de dépôt et de répertoires des opérations qui devraient exercer leurs activités au Canada⁶⁹. Interdire ce genre de lien pourrait élargir le choix de fournisseurs d'infrastructures de marché qui s'offre aux participants au marché, mais elle pourrait aussi rendre moins efficaces la compensation et la déclaration d'opérations. Par ailleurs, obliger les PND à établir des liens avec tous les répertoires des opérations reconnus et toutes les agences de compensation et de dépôt reconnues pourrait leur imposer un fardeau indu.

Enfin, le Comité se demande s'il faut autoriser les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations à définir et restreindre l'accès à leurs services en fonction du rôle et des obligations de l'exploitant par rapport à leurs participants⁷⁰. Les motifs possibles de limitation de l'accès pourraient être des facteurs comme les connaissances et les capacités techniques des clients. Interdire aux PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution de restreindre l'accès à leurs services pourrait, selon le Comité, forcer l'exploitant à assumer une relation de courtier à client même à l'égard des personnes qu'il a jugées inadmissibles.

Question 9 : Convient-il de permettre aux PND d'exiger la compensation de toutes les opérations qui y sont exécutées et qui peuvent être compensées?

⁶⁹ Ceci est comparable à l'article 5.1 de la Norme canadienne 21-101 et au projet d'article 13.2 de cette règle publié le 24 avril 2014.

⁷⁰ Ceci est comparable à l'obligation prévue par la directive MIF II, selon laquelle « les OTF [systèmes organisés de négociation] devraient avoir la possibilité de définir et de restreindre l'accès en se fondant notamment sur le rôle et les obligations qu'ils ont par rapport à leurs clients » : directive MIF II, paragraphe 14 du préambule.

Question 10 : *Convient-il d'autoriser les PND à exiger que les opérations qui y sont exécutées soient compensées par une agence de compensation et de dépôt en particulier ou déclarées à un répertoire des opérations en particulier?*

Question 11 : *Convient-il que les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations soient autorisées à restreindre l'accès à leur plateforme? Dans l'affirmative, pour quels motifs?*

b) Fonction de réglementation et surveillance des marchés

Les PND seraient tenues d'établir des règles régissant la conduite de leurs participants sur leur plateforme, de surveiller la conformité et de prendre des mesures d'application.

Toutes les PND devraient être tenues de prendre toutes les mesures raisonnables pour que leurs activités ne nuisent pas à l'équité et au bon fonctionnement des marchés. Cette obligation s'appliquerait à leurs activités et à l'incidence de celles-ci sur le marché canadien dans son ensemble⁷¹.

i) Ensemble des PND

Toutes les PND auraient à exécuter certaines fonctions de réglementation et de surveillance. Le Comité estime que les PND qui n'exercent pas de pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations pourraient s'en acquitter elles-mêmes ou faire appel à un fournisseur de services de réglementation. Celles qui exercent un pouvoir discrétionnaire seraient tenues d'engager un fournisseur autorisé de services de réglementation pour surveiller la conformité avec leurs règles et prendre des mesures d'application. Le Comité envisage que ces fonctions comprendraient notamment les suivantes :

- du personnel et des systèmes capables de surveiller en temps réel toutes les activités au cours du cycle de toute opération exécutée sur la plateforme de négociation;
- la déclaration aux autorités en valeurs mobilières de toute activité de négociation irrégulière sur la plateforme, nuisant à son bon fonctionnement ou entraînant des perturbations, y compris les manipulations et les opérations ou comportements abusifs;
- des systèmes capables de transmettre en temps réel aux autorités en valeurs mobilières de l'information sur les activités au cours du cycle de toute opération;
- des systèmes capables de recréer l'environnement de négociation à tout moment au cours des sept dernières années dans un délai raisonnable.

Le Comité envisage que les PND seraient tenues de faire respecter leurs règles par d'autres moyens que la simple exclusion (par exemple, des amendes). Les PND seraient tenues

⁷¹ Ceci est comparable à l'article 5.7 de la Norme canadienne 21-101.

d'avoir suffisamment de ressources pour prendre des mesures disciplinaires à l'endroit des participants qui enfreignent leurs règles, les suspendre ou les expulser, et d'établir des règles, appliquées de manière impartiale, régissant les refus, les suspensions et la révocation de l'accès des participants à la plateforme.

ii) PND exerçant un pouvoir discrétionnaire

Les PND exerçant un pouvoir discrétionnaire sur le processus d'exécution des opérations seraient tenues d'engager un fournisseur de services de réglementation pour exécuter les fonctions susmentionnées, puisqu'il faudrait surveiller la conformité des participants et celle de l'exploitant en raison de ses fonctions assimilables à celles d'un courtier.

c) Règles

Les PND seraient tenues d'établir, de définir clairement et de rendre publiques les règles régissant leur fonctionnement et la conduite de leurs participants sur la plateforme. Les règles traiteraient de ce qui suit :

- la conduite des participants en matière de saisie des ordres et d'exécution des opérations, de façon à empêcher les pratiques de négociation abusives et les manipulations;
- les procédures d'urgence relatives aux suspensions ou aux perturbations des opérations;
- les procédures de règlement des différends relatifs aux activités de négociation sur la plateforme, y compris les différends résultant de décisions de son personnel;
- le cas échéant, le protocole de négociation, y compris le mécanisme de saisie des ordres et la séquence de priorité d'appariement des opérations.

Les PND devraient avoir des règles et des politiques qui ne vont pas à l'encontre de l'intérêt public et visent :

- à exiger la conformité à la législation en valeurs mobilières;
- à assurer la conformité à la législation applicable;
- à empêcher les actes frauduleux et les manipulations;
- à promouvoir des principes de négociation justes et équitables;

- à encourager la collaboration et la coordination avec les personnes s'occupant de la réglementation, de la compensation et du règlement des opérations, du traitement de l'information sur les opérations et de la facilitation des opérations sur les dérivés⁷².

d) Interdiction de manipulations et d'activités de négociation frauduleuses

Il sera interdit aux PND et à leurs participants de commettre des actes ou d'adopter une conduite, directement ou indirectement, à l'égard d'un dérivé de gré à gré dont ils savaient ou auraient raisonnablement dû savoir qu'ils *i)* donneraient ou contribueraient à donner une impression fautive ou trompeuse d'activité de négociation sur un dérivé de gré à gré ou fixeraient ou contribueraient à fixer un cours factice à cet égard; *ii)* constitueraient une fraude ou *iii)* porteraient préjudice aux marchés des dérivés.

e) Ressources financières

Les exploitants de PND seraient tenus de prouver qu'ils ont des ressources financières suffisantes pour financer l'exploitation continue de la plateforme.

f) Personnel

Les exploitants de PND seraient tenus d'avoir suffisamment de personnel qualifié et compétent pour assurer le fonctionnement efficace de la plateforme de négociation, notamment pour veiller à la stabilité de la technologie et des systèmes, assurer la surveillance et répondre aux demandes de renseignements et aux plaintes des participants dans un délai raisonnable. Les PND qui ont la responsabilité de réglementer la conduite de leurs participants seraient tenus d'avoir suffisamment de personnel qualifié et compétent pour surveiller la négociation sur leur plateforme, surveiller l'application des règles et la législation applicable, enquêter sur les infractions présumées et prendre des mesures d'application le cas échéant.

g) Systèmes

Les PND auraient des obligations relatives aux systèmes analogues à celles qui s'appliquent aux marchés assujettis à la Norme canadienne 21-101, notamment :

- établir et maintenir un système adéquat de contrôles internes sur leurs systèmes essentiels;
- établir et maintenir des contrôles généraux adéquats en matière de technologie de l'information, notamment en ce qui concerne le fonctionnement des systèmes d'information, la sécurité de l'information, la gestion des changements, la gestion des problèmes, le soutien du réseau et le soutien du logiciel d'exploitation;

⁷² Comparer aux articles 5.3 et 5.4 de la Norme canadienne 21-101.

- au moins une fois par an, engager une partie compétente pour effectuer un examen indépendant de chacun de leurs systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux flux de données, aux contrôles de sécurité de l'information de leurs systèmes auxiliaires et à la surveillance des marchés, le cas échéant, et produire un rapport selon les normes d'audit établies.
- établir et maintenir des procédures rigoureuses de secours et de continuité du service;
- au moins une fois par an, conformément à la pratique commerciale prudente, estimer la capacité actuelle et future de leurs systèmes et soumettre leurs systèmes essentiels à des simulations de crise pour déterminer leur capacité de traiter l'information de manière exacte, rapide et efficace et, conformément aux obligations prévues par la Norme canadienne 21-101 et les modifications proposées de celui-ci, informer l'autorité en valeurs mobilières des heures de fonctionnement des environnements d'essais fournis, lui fournir une description des différences entre l'environnement d'essais et l'environnement de production et lui indiquer l'incidence éventuelle de ces différences sur les essais;
- être accessibles par tous les participants, sous réserve de mesures de protection et de contrôles adéquats pour empêcher l'accès non autorisé;
- prendre des mesures raisonnables pour assurer que tous les participants ont la possibilité raisonnable d'accéder aux systèmes de négociation sans délai;
- maintenir une documentation appropriée sur le fonctionnement des systèmes et être en mesure de la fournir aux autorités en valeurs mobilières sur demande;
- avoir une documentation transparente et publique sur les critères d'acceptation des clients et les obligations en matière d'interface système.

Les PND auraient des obligations supplémentaires, notamment la capacité de déclarer les opérations de contreparties canadiennes à un répertoire des opérations reconnu, désigné ou dispensé au Canada par l'autorité en valeurs mobilières pertinente. Il ne serait pas obligatoire de compenser toutes les opérations exécutées sur une PND, mais les PND seraient tenues de pouvoir soumettre toutes les opérations sur dérivés exécutées sur leur plateforme et visées par l'obligation de compensation à une agence de compensation et de dépôt reconnue, désignée ou dispensée au Canada par l'autorité en valeurs mobilières pertinente et de remplir les obligations que lui impose l'agence de compensation et de dépôt pour assurer l'exécution efficiente et ordonnée des opérations à compenser, comme la vérification préalable de la limite de crédit.

Pour prendre en charge la fonctionnalité susmentionnée de déclaration des opérations et les obligations de tenue de dossiers ci-dessous, les systèmes des PND nécessiteraient :

- la capacité d'attribuer un identifiant unique d'opération à chaque opération exécutée sur la plateforme aux fins de la publication de l'information sur l'opération, de la

déclaration de celle-ci à un répertoire des opérations ou à une autorité en valeurs mobilières et de son traitement par une agence de compensation et de dépôt;

- la capacité d'horodater chaque activité au cours du cycle de l'opération, y compris la saisie de l'ordre, les modifications, l'annulation, l'exécution, la transmission de l'information aux fins de compensation et la déclaration à un répertoire des opérations.

h) Tenue de dossiers

Les PND seraient tenues de conserver, sous forme électronique, des dossiers et tout autre document raisonnablement nécessaire à la documentation de leurs activités, y compris sur ce qui suit :

- chaque autorisation d'accès et chaque refus ou limitation d'accès, ainsi que les motifs;
- tous les ordres et toutes les opérations, y compris les annulations et les modifications, les cours, le volume, les contreparties, l'heure de réception des ordres et d'exécution des opérations, etc.;
- toutes les offres d'achat et de vente, demandes de cotation et réponses aux demandes de cotation, y compris le moment de leur mise à disposition sur les PND;
- les statistiques sur le marché, notamment l'historique des cours, du volume et des variations des cours;
- les systèmes, y compris la description des protocoles, les modifications apportées au système de gestion des ordres et aux algorithmes d'appariement des opérations ainsi que les résultats des essais des systèmes, et ainsi de suite;
- tous les messages envoyés ou reçus par les participants, y compris l'identité des participants, le titre, le cours, le volume et l'heure.

Comme les marchés assujettis à la Norme canadienne 21-101, les PND seraient tenues de conserver ces dossiers pendant au moins 7 ans et sous une forme facile à récupérer pendant au moins les deux premières années. Elles seraient tenues de les fournir dès que possible aux autorités en valeurs mobilières qui en font la demande, et au plus tard dans un délai de 10 jours ouvrables.

i) Conflits d'intérêts

Les PND auraient à établir, à maintenir et à faire respecter des politiques et des procédures conçues pour repérer et gérer les conflits d'intérêts liés à leur fonctionnement ou aux services

qu'elles offrent⁷³. Par conséquent, elles seraient notamment tenues d'avoir une structure et des politiques et procédures de gouvernance pour gérer les conflits d'intérêts découlant de leur propriété, de leur contrôle ou de ceux de leur société mère. Plus particulièrement, dans le cas des plateformes appartenant aux participants au marché des dérivés, les autorités en valeurs mobilières s'attendraient à ce que les politiques assurent que les propriétaires ne jouissent d'aucun avantage concurrentiel en raison de leur participation dans l'entreprise. Les PND devraient avoir une structure appropriée pour garantir qu'elles tiennent compte des intérêts de tous les participants au marché lorsqu'elles prennent des décisions relatives à leurs activités.

Les exploitants de PND n'auraient pas le droit d'exécuter des opérations pour compte propre. Cette recommandation répond aux préoccupations relatives à l'accès privilégié des PND aux informations sur les ordres et aux autres renseignements contenus dans le système. Toutefois, les actionnaires et les propriétaires des PND devraient avoir le droit d'exécuter des opérations pour compte propre, sous réserve de règles appropriées en matière de conflits d'intérêts.

j) Communication d'information par les PND

Les PND seraient tenues de rendre publics sur leur site Web les renseignements raisonnablement nécessaires pour comprendre leurs activités et leurs services, notamment des renseignements relatifs aux droits, aux modalités de saisie, d'interaction et d'exécution des ordres, aux règles d'accès et aux politiques et procédures conçues pour repérer et gérer les conflits d'intérêts liés à leur fonctionnement ou aux services qu'elles offrent⁷⁴.

Comme nous l'avons vu à la rubrique 6, les PND qui exercent un pouvoir discrétionnaire sur l'exécution des opérations seraient tenues d'en indiquer la nature et l'étendue.

k) Traitement confidentiel de l'information sur les opérations

Les PND seraient tenues de prendre des mesures et de mettre en œuvre des procédures raisonnables de protection de l'information sur les ordres et les opérations des participants. Il leur serait notamment interdit de communiquer cette information à toute autre personne que les participants, à une autorité en valeurs mobilières ou à un fournisseur de services de réglementation, à moins que les participants n'aient donné leur consentement écrit à la publication, que la communication ne soit obligatoire en vertu de la loi applicable ou que l'information n'ait déjà été rendue publique et communiquée légalement à un tiers. Nous nous attendons cependant à ce que les PND soient autorisées à publier les données sur les opérations à des fins de recherche à certaines conditions.

Question 12 : Les obligations organisationnelles et de gouvernance sont-elles appropriées? Le comité devrait-il envisager d'autres obligations organisationnelles et de gouvernance?

⁷³ Ceci est comparable à l'article 5.11 de la Norme canadienne 21-101.

⁷⁴ Ceci est comparable à l'article 10.1 de la Norme canadienne 21-101.

Question 13 : Convient-il que les PND qui n'exercent pas de pouvoir discrétionnaire sur l'exécution soient autorisées à se charger de leurs fonctions de réglementation et surveillance ou faudrait-il les obliger à engager un fournisseur de services de réglementation à cette fin dans tous les cas? Veuillez fournir des explications.

Question 14 : Approuvez-vous la proposition d'interdire aux exploitants de PND de conclure des opérations sur leur plateforme pour compte propre? Veuillez fournir des explications.

Question 15 : Comment évaluer la suffisance des ressources financières d'une PND? Veuillez commenter la méthodologie et la fréquence du calcul.

8. TRANSPARENCE AVANT LES OPÉRATIONS

Dans le contexte des dérivés de gré à gré, la transparence avant les opérations s'entend de la mesure dans laquelle les participants peuvent prendre connaissance des ordres et des cotations avant d'exécuter une opération. La transparence avant les opérations améliore le processus de formation des cours pour les participants au marché et leur permet d'évaluer la liquidité. Les participants au marché ont besoin d'information complète et précise en temps opportun sur les marchés ou les produits pour évaluer le rendement potentiel et l'exposition au risque d'un dérivé. En conséquence, le manque de transparence avant les opérations sur les caractéristiques des produits ou la conjoncture du marché peut les empêcher d'évaluer correctement le cours ou la valeur d'une opération ainsi que les conséquences de la saisie d'un ordre ou d'une cotation. En règle générale, la transparence avant les opérations favorise la confiance des investisseurs et l'équité du marché.

En revanche, exiger la diffusion publique de détails comme la taille d'une opération ou la taille et le cours de cotations dans certains systèmes de négociation (par exemple, un système de demande de cotation) pourrait désavantager l'entité qui demande la cotation ou sa contrepartie potentielle en permettant au marché d'utiliser cette information d'une façon qui leur nuit. Qui plus est, la transparence avant les opérations de l'information sur un produit non liquide pourrait ne pas contribuer de manière significative à la formation des cours. Par exemple, si un teneur de marché était tenu de maintenir des cours acheteurs et vendeurs pour un produit non liquide, l'écart serait probablement plus important. Le cours affiché ne rendrait pas compte précisément des cours disponibles et il faudrait téléphoner (ou faire une demande de cotation) pour les connaître. Par conséquent, le Comité recommande que les obligations de transparence avant les opérations ne s'appliquent qu'aux produits suffisamment liquides pour que l'information bénéficie aux participants au marché et au processus de formation des cours.

Étant donné les différences importantes de structure entre ces marchés et les marchés des actions, nous nous attendons à ce que les obligations de transparence avant les opérations nécessitent des ajustements pour tenir compte des particularités des dérivés de gré à gré. À cet égard, nous notons qu'à l'heure actuelle, les fournisseurs de liquidités sur les marchés des dérivés en fournissent souvent sur demande au moyen de systèmes de demande de cotation et non de cotations fermes en continu.

En matière de transparence avant les opérations, la solution américaine consiste *i)* à obliger les PES à fournir un registre des ordres dans lequel les participants au marché peuvent faire des offres d'achat ou de vente exécutables qui sont affichées à la vue de tous les participants, *ii)* à exiger que les demandes de cotation soient diffusées à un minimum de fournisseurs de liquidités et *iii)* à exiger que les courtiers « montrent » aux autres participants au marché les conditions des opérations arrangées au préalable entre clients ou entre eux et un client dans le registre des ordres conformément à la règle des 15 secondes⁷⁵.

Les opérations sur swaps d'une grande valeur notionnelle qui devraient être exécutées par l'entremise d'une PES ou d'un MCD (c'est-à-dire les opérations de bloc) sont dispensées des obligations de transparence avant les opérations si elles atteignent ou dépassent un certain seuil, de sorte que les opérations de bloc pourraient, par exemple, être arrangées au préalable et exécutées hors du registre des ordres d'une PES.

Contrairement à la démarche de la CFTC, qui consiste à faire la promotion de la transparence avant les opérations, l'UE, dans la directive MIF II, exige que chaque plateforme réglementée, dont les SON, rende publics les cours acheteurs et vendeurs actuels ainsi que la profondeur des indications d'intérêt à ces cours pour les dérivés qui y sont négociés. Les SON doivent mettre cette information à la disposition du public en continu pendant les heures de négociation normales. Cependant, cette obligation ne s'applique pas aux opérations de couverture⁷⁶. La fourchette des cours acheteurs et vendeurs ainsi que la profondeur des indications d'intérêt à ces cours, qui doivent être rendues publiques pour chaque catégorie d'instruments financiers, y compris les dérivés, seront précisées par l'AEMF dans des normes techniques à venir⁷⁷.

Les autorités européennes en valeurs mobilières auront le pouvoir discrétionnaire d'accorder une dérogation à l'obligation de rendre publiques certaines informations avant les opérations sur les SON et d'autres plateformes de négociation au sujet de ce qui suit :

- 1) les ordres d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché (opérations de bloc);
- 2) les indications d'intérêt exécutables enregistrées dans les systèmes de demandes de cotation ou de négociation traditionnelle supérieures à une taille spécifique à l'instrument financier qui exposerait les fournisseurs de liquidités à des risques excessifs;

⁷⁵ En vertu de la règle des 15 secondes, les PES doivent exiger que les courtiers qui ont la possibilité d'exécuter leurs ordres dans le registre des ordres d'une PES contre ceux d'un client ou d'exécuter les ordres de deux clients l'un contre l'autre respectent un délai de 15 secondes entre la saisie des deux ordres, de sorte qu'un côté de l'opération potentielle soit indiqué aux autres participants au marché avant que le second côté (que ce soit pour le compte du négociateur ou pour un second client) ne soit exécuté.

⁷⁶ Définies comme des « transaction [sic] sur instruments dérivés effectuées par des contreparties non financières dont la contribution à la réduction des risques liés directement à l'activité commerciale ou à l'activité de financement de trésorerie de la contrepartie non financière ou de ce groupe peut être objectivement mesurée » : Règlement MIF, paragraphe 1 de l'article 8.

⁷⁷ Règlement MIF, paragraphe 5 de l'article 9.

- 3) les dérivés qui ne sont pas visés par l'obligation de négociation⁷⁸;
- 4) d'autres instruments financiers pour lesquels il n'existe pas de marché liquide⁷⁹.

Le Comité est d'avis que le fait d'obliger les PND à publier de l'information avant les opérations sur des dérivés de gré à gré qui ne sont pas suffisamment normalisés et liquides pourrait avoir des conséquences néfastes imprévues sur le marché et les participants en nuisant notamment à la liquidité du marché dans son ensemble. En l'absence d'obligation de négociation sur une PND pour un dérivé ou une catégorie de dérivés, le Comité ne recommande pas d'obliger les PND à fournir un niveau particulier de transparence avant les opérations. Néanmoins, celles qui choisissent de fournir une méthode d'exécution comportant intrinsèquement une certaine transparence avant les opérations (par exemple, un registre public des ordres)⁸⁰ seraient tenues de fournir l'information avant les opérations d'une façon qui n'interdit indûment à aucun participant ou catégorie de participants d'y accéder ni ne leur impose de restrictions ou de limites indues. De surcroît, elles devront déclarer cette information précisément et en temps opportun.

Pour la négociation des dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND, le Comité recommande que les PND soient tenues de satisfaire aux obligations de transparence avant les opérations de la façon indiquée dans la rubrique 10, ci-dessous.

Question 16 : Les obligations de transparence avant les opérations devraient-elles s'appliquer aux dérivés de gré à gré qui sont négociés sur des PND, mais ne sont pas visés par l'obligation de l'être? Dans l'affirmative, quelles obligations devraient s'appliquer et faudrait-il prévoir des dispenses?

9. TRANSPARENCE APRÈS LES OPÉRATIONS

Dans le contexte des dérivés de gré à gré, la transparence après les opérations s'entend de la diffusion de l'information sur le cours et le volume à d'autres parties que les contreparties après l'exécution des opérations.

Bien que les ordres et les cotations puissent aider les investisseurs à décider de l'endroit et du moment d'une opération, la transparence rapide après les opérations aide les participants au marché à déterminer si les cotations sont fiables, à évaluer la qualité des marchés et les coûts d'exécution. Sans transparence après les opérations, il y aurait peu d'indications sur les tendances imminentes du marché. Les participants au marché ne peuvent pas réagir rapidement aux augmentations subites de ventes et d'achats parce qu'ils ne peuvent pas les

⁷⁸ C'est-à-dire l'obligation de n'exécuter d'opérations que sur les MR, les SMN, les SON ou les plateformes étrangères équivalentes.

⁷⁹ Règlement MIF, paragraphe 1 de l'article 9.

⁸⁰ Bien qu'une cotation ferme indiquée en réponse à une demande de cotation puisse être considérée comme un ordre pour l'application du paragraphe 1 de l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101, le Comité ne recommanderait probablement pas que la transparence avant les opérations soit exigée des PND lorsque la cotation n'est indiquée qu'à la partie qui en a fait la demande.

voir se produire aussi clairement ni aussi rapidement. La transparence après les opérations peut surtout aider les participants au marché à évaluer la liquidité d'un marché donné.

Aux États-Unis, les PES sont tenues de rendre publique [traduction] « en temps opportun toute information sur les cours et le volume des opérations ainsi que d'autres données sur les opérations sur swaps que peut exiger la Commission ». Les opérations doivent être déclarées à un répertoire des opérations de swaps [traduction] « dès qu'il est technologiquement possible de le faire »⁸¹. Le répertoire doit alors publier l'information dès qu'il est technologiquement possible de le faire. Certaines informations sur le marché doivent également être mises [traduction] « à la disposition des médias et du public sans frais et dans un format qui permette de consolider les données, au plus tard le jour ouvrable suivant le jour auquel elles se rapportent ».

Sous le régime des PES, les opérations de bloc jouissent d'un délai dans la diffusion des données sur les opérations. Sa durée varie en fonction du type de contrepartie et du fait que le swap fait ou non l'objet de l'obligation de compensation. Il est mis en œuvre progressivement. À la fin de la période de transition, il sera de 15 minutes à compter de l'exécution pour les swaps qui font l'objet de l'obligation de compensation et dont au moins une des contreparties est un courtier en swaps. La règle sur les opérations de bloc établit aussi des plafonds pour le montant notionnel et le montant en capital qui masqueront la véritable taille notionnelle totale de l'opération si elle dépasse le plafond pour une catégorie de swap donnée. La taille notionnelle de l'opération sera déclarée comme supérieure au plafond plutôt que sous forme de montant notionnel.

La démarche est très similaire dans l'UE. Plus précisément, les SON et les autres plateformes de négociation sont tenus de rendre publics le cours, le volume et l'heure des opérations sur les dérivés qui y sont négociés « en temps réel, dans la mesure où les moyens techniques le permettent » et « à des conditions commerciales raisonnables »⁸². Cette information doit être rendue publique « gratuitement 15 minutes après publication »⁸³. Cependant, les autorités en valeurs mobilières pourront autoriser un SON à différer la publication de l'information sur les opérations qui sont *i*) d'une taille élevée par rapport à la taille normale de marché pour le dérivé ou la catégorie de dérivé (par exemple, les opérations de bloc); *ii*) liées à des dérivés ou à une catégorie de dérivés pour lesquels il n'existe pas de marché liquide; ou *iii*) au-dessus d'un seuil de taille spécifique au dérivé ou à la catégorie de dérivés qui exposerait les fournisseurs de liquidités à des risques excessifs et tient compte du fait que les participants au marché concernés sont des investisseurs individuels ou des investisseurs de gros⁸⁴. L'AEMF doit fournir davantage d'information sur la signification de l'expression « en temps réel, dans la mesure où les moyens techniques le permettent » et la longueur du délai de report de la publication de l'information qui sera autorisé après les opérations⁸⁵.

⁸¹ Règlements de la CFTC, art. 37.900 et 43.3.

⁸² Règlement MIF, paragraphe 1 de l'article 10 et de l'article 13.

⁸³ Règlement MIF, paragraphe 1 de l'article 13.

⁸⁴ Règlement MIF, paragraphe 1 de l'article 11.

⁸⁵ Règlement MIF, paragraphe 4 de l'article 11.

En matière de transparence après les opérations, le Comité recommande que les PND soient tenues de rendre publiques les opérations exécutées sur leur plateforme en temps réel, dans la mesure où les moyens techniques le permettent. Il étudie la meilleure méthode de diffusion publique des données sur les opérations exécutées sur les PND. Il pourrait s'agir d'obliger les PND à diffuser les données directement ou à les déclarer à un répertoire des opérations, qui serait à son tour tenu de les rendre publiques⁸⁶. Quoi qu'il en soit, le report de la diffusion de cette information serait autorisé dans certaines situations, comme les opérations de bloc⁸⁷. En outre, le Comité recommande que les PND soient tenues de rendre publics certains renseignements sur le marché que le Comité déterminera⁸⁸, sans frais, dans un certain délai (par exemple, le jour ouvrable suivant). Bien qu'elles n'y soient pas tenues, rien n'empêcherait les PND de diffuser les données en temps réel⁸⁹.

Outre l'obligation d'information du public incombant aux PND, notamment si elles sont autorisées à s'en acquitter en déclarant les données sur les opérations à un répertoire des opérations, le Comité se demande s'il convient de les obliger à diffuser directement auprès de tous les participants l'information sur toutes les opérations qui y sont effectuées.

En plus des obligations de transparence après les opérations susmentionnées, le Comité recommande que les PND soient tenues de fournir l'information sur toute opération aux participants qui en étaient contreparties, sans frais supplémentaires.

Question 17 : Les obligations de transparence après les opérations proposées (qui comprennent la déclaration des opérations en temps réel ainsi que la déclaration quotidienne au public de certaines données) conviennent-elles aux PND?

Question 18 : Quelle est la meilleure méthode pour déclarer publiquement en temps réel les opérations exécutées sur une PND (par exemple, directement par la PND, par le truchement de répertoires des opérations ou d'une autre façon)? Quels sont les avantages et les inconvénients de ces options?

Question 19 : Dans quelles circonstances faudrait-il permettre de différer la publication de l'information sur les opérations? En existe-t-il d'autres que les opérations de bloc?

Question 20 : En supposant que le report de la publication de l'information sur les opérations soit autorisé pour les opérations de bloc, de quels critères faudrait-il tenir compte pour déterminer la taille minimale des opérations?

⁸⁶ Cf. les règlements de la CFTC, §43.3, « Method and timing for real-time public reporting ».

⁸⁷ Le report pourrait se produire chez les PND, avant la déclaration de l'opération au répertoire des opérations, ou chez le répertoire des opérations, comme c'est le cas aux États-Unis.

⁸⁸ Voir la question 21 ci-dessous.

⁸⁹ Le Comité reconnaît cependant qu'il pourrait ne pas être souhaitable que les PND publient l'information sur les opérations avant qu'elle ne puisse être publiée par un répertoire des opérations, car cela pourrait créer des incitations involontaires. Il recommande de corriger cette situation si elle se présente.

Question 21 : *Quels renseignements sur le marché les PND devraient-elles être tenues de fournir au public sans frais, et à quel moment? Veuillez indiquer aussi précisément que possible les éléments de données, le niveau de détail et le moment (cf. les règlements de la CFTC [États-Unis] dans 17 CFR 16.01).*

Question 22 : *Outre la déclaration de l'information sur les opérations à un répertoire des opérations, les PND devraient-elles être tenues de diffuser l'information directement auprès de tous leurs participants ou seulement auprès des contreparties aux opérations? Un minimum d'information après les opérations, moins détaillée que celle qui est fournie aux contreparties, devrait-elle être diffusée auprès de tous les participants? Veuillez préciser.*

10. OBLIGATION DE NÉGOCIATION

a) Obligation de négociation des dérivés de gré à gré sur une plateforme organisée

Le Comité recommande que les dérivés de gré à gré suffisamment liquides et normalisés soient visés par une obligation de négociation exclusive sur une PND.

À l'heure actuelle, le Comité estime qu'il n'a pas suffisamment de données sur le niveau de liquidité du marché des dérivés de gré à gré au Canada pour être en mesure d'établir s'il serait approprié d'introduire une obligation de négociation sur une PND pour une catégorie particulière de dérivés de gré à gré. Il n'a pas non plus suffisamment de données sur le volume et la rotation des dérivés de gré à gré de diverses catégories d'actifs au Canada et sur le niveau d'exécution des opérations sur ces dérivés électroniquement ou sur des plateformes multilatérales. Nous prévoyons être en mesure de recommander des dérivés de gré à gré qui se prêtent à cette obligation une fois que les obligations de déclaration des opérations et de compensation auront été en vigueur pendant un certain temps et que les membres des ACVM auront eu le temps d'analyser les données qui en découlent et de consulter d'autres autorités canadiennes ainsi que le public. Nous prévoyons également que cette analyse sera refaite périodiquement pour assujettir des dérivés supplémentaires à cette obligation lorsque les conditions le justifient ou pour dispenser ceux qui ne répondent plus aux critères.

Le Comité surveille et continuera de surveiller l'évolution du marché relativement à l'obligation de négociation qui est récemment entrée en vigueur aux États-Unis pour certains dérivés de taux d'intérêt et de crédit. Il évaluera soigneusement le niveau d'adoption et les conséquences, volontaires ou non, de l'obligation de négociation sur une PND sur les marchés des dérivés de gré à gré.

Pour déterminer s'il y a lieu d'exiger qu'une catégorie de dérivés soit négociée exclusivement sur une PND, le Comité propose aux autorités en valeurs mobilières de se demander si la catégorie :

- fait l'objet d'une obligation de compensation en vertu de la législation en valeurs mobilières applicable, question que le Comité a abordée dans le *Document de consultation 91-406 des ACVM – Dérivés : Compensation des dérivés de gré à gré par contrepartie centrale*, publié en juin 2012, et l'*Avis 91-303 du personnel des*

ACVM, Projet de modèle de règle provinciale sur la compensation obligatoire des dérivés par contrepartie centrale, publié en décembre 2013;

- est suffisamment liquide pour être négociée exclusivement sur une PND, compte tenu de facteurs comme la fréquence, la taille et le volume moyens des opérations, le nombre et les caractéristiques des participants au marché actifs ainsi que les caractéristiques du dérivé, notamment le degré de normalisation;
- négociée par un nombre suffisant de participants au marché réguliers pour garantir que le marché est concurrentiel et non susceptible d'une prise de contrôle par un petit nombre de participants;
- visée par une obligation de négociation sur une plateforme réglementée dans d'autres territoires;
- déjà négociée sur une PND et, dans l'affirmative, selon quelle méthode d'exécution.

Cette démarche est analogue à la procédure utilisée dans l'UE pour établir si un dérivé doit faire l'objet d'une obligation de négociation sur une plateforme (voir la rubrique 2, ci-dessus). Elle est également analogue à celle qui a été adoptée aux États-Unis parce qu'elle établit si un dérivé de gré à gré ou une catégorie de dérivés de gré à gré est déjà offert à la négociation sur une PND.

Le Comité recommande que, lorsqu'un dérivé doit être négocié exclusivement sur une PND, l'obligation s'applique à toutes les opérations des participants au marché, ce qui devrait, selon lui, maximiser les avantages de la liquidité et de la transparence en déplaçant la négociation vers des plateformes centralisées. Il souhaite toutefois savoir s'il existe des situations dans lesquelles un produit visé par l'obligation devrait tout de même pouvoir être négocié sur une autre plateforme qu'une PND (ou sur une bourse autorisée à négocier des dérivés de gré à gré).

Question 23 : Les critères proposés pour établir si un dérivé sera visé par l'obligation de négociation sur une PND sont-ils appropriés? Faudrait-il envisager d'autres critères?

Question 24 : Existe-t-il des dérivés de gré à gré dont il faudrait considérer qu'ils se prêtent à l'obligation de négociation sur une PND? Existe-t-il des catégories de dérivés de gré à gré pour lesquelles cette obligation nuirait aux participants au marché?

Question 25 : Existe-t-il des situations dans lesquelles on devrait permettre qu'un produit visé par l'obligation de négociation exclusive sur une PND puisse être négocié sur une autre plateforme? Faudrait-il dispenser certaines catégories de participants au marché de l'obligation de négociation?

Question 26 : Faudrait-il mandater officiellement les PND pour débiter le processus de décision qu'une catégorie de dérivés de gré à gré est visée par l'obligation

de négociation exclusive sur une PND, comme c'est le cas des PES dans le processus de « décision d'admissibilité » décrit à la page 19?

b) Resserrement des obligations lorsque les dérivés sont visés par une obligation de négociation sur une PND

Le Comité envisage des obligations supplémentaires et plus rigoureuses pour les PND qui offrent la négociation d'une catégorie de dérivés visée par une obligation de négociation sur une PND.

Tout d'abord, il recommande que les PND soient tenues d'indiquer à leurs utilisateurs des cours acheteurs et vendeurs précis, en temps opportun, ainsi que la profondeur du marché à chaque cours, en ce qui concerne les dérivés visés par une obligation de négociation sur une PND.

Il s'attend toutefois à ce qu'il soit nécessaire d'ajuster les obligations de transparence avant les opérations imposées à l'égard des dérivés visés par l'obligation de négociation en fonction des méthodes d'exécution employées par les PND. Par exemple, en ce qui concerne la négociation au moyen de systèmes de demande de cotation, les demandes et les cotations ne circulent qu'entre le demandeur et les courtiers interrogés, de sorte que pour réaliser la transparence avant les opérations dans ce type de marché, il faudrait notamment exiger que les demandes de cotation soient envoyées à un minimum de courtiers qui ne sont pas membres du même groupe, de la façon décrite ci-dessous.

Les obligations de transparence avant les opérations pourraient aussi tenir compte de la taille des opérations, y compris la rotation et d'autres critères pertinents. Cependant, cette personnalisation pourrait s'avérer inutile si la gamme de méthodes d'exécution est restreinte pour la négociation des dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND.

Le Comité recommande aux membres des ACVM de dispenser les ordres et les cotations des obligations de transparence avant les opérations (ou peut-être d'autoriser la communication d'information modifiée qui en masque la taille), lorsqu'ils sont suffisamment importants par rapport à la taille normale du marché (pour l'instrument en question) pour exposer les fournisseurs de liquidités à des risques excessifs. Le Comité poursuit son évaluation du seuil de taille qui conviendrait au marché des dérivés de gré à gré du Canada, étant entendu qu'il pourrait varier en fonction de la liquidité du produit en question.

Outre une obligation de transparence avant les opérations plus rigoureuse pour la négociation de dérivés visés par l'obligation de négociation sur une PND, le Comité se demande s'il conviendrait d'imposer aux PND qui offrent la négociation sur les produits visés par l'obligation de fournir une fonctionnalité minimale de registre des ordres, comparable à celle des PES, de façon à permettre aux participants au marché de faire des offres d'achat et de vente exécutables et de les afficher à la vue de tous les autres participants au marché sur une PND. Cette obligation contribuerait à assurer un niveau de transparence avant les opérations approprié pour les dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND.

Le Comité envisage également d'autoriser la négociation de dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation au moyen de systèmes de demande de cotation combinés à un

registre des ordres. Il estime qu'un niveau acceptable de transparence avant les opérations peut être atteint lorsqu'une demande de cotation est communiquée à un nombre approprié de participants qui ne sont pas membres du même groupe et que les réponses et les offres d'achat ou de vente appariées en attente dans le registre des ordres connexe sont communiquées au demandeur. Comme sur une PES, le Comité estime que les opérations pourraient être exécutées exclusivement par l'entremise des systèmes de demande de cotation (c'est-à-dire hors du registre des ordres) parce que la transparence avant les opérations serait assurée par la fonctionnalité de demande de cotation et l'*existence* d'un registre des ordres transparent qui pourrait encourager la concurrence des ordres et des cotations.

Le Comité estime que, même si un registre des ordres ou une formule hybride reposant sur un registre des ordres et un système de demande de cotation était exigé pour la négociation des dérivés visés par l'obligation de négociation sur une PND, les participants au marché pourraient conserver la possibilité d'arranger au préalable les opérations sur les dérivés visés par l'obligation, c'est-à-dire de négocier de façon bilatérale hors du registre des ordres ou du système de demande de cotation, pourvu que les ordres soient exécutés dans le registre des ordres dans un délai approprié. Cette obligation serait comparable à la règle des 15 secondes applicable à la négociation dans le registre des ordres des PES dont il est question à la rubrique 8, ci-dessus. L'objectif réglementaire sous-jacent de ce délai est de « révéler » l'opération au marché avant l'exécution, de façon à permettre à la concurrence de jouer sur un côté de l'opération.

Question 27 : Quelles obligations d'information avant les opérations conviennent aux dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND? Quelle information les PND devraient-elles être tenues de publier au sujet des dérivés de gré à gré visés par cette obligation? Veuillez fournir des précisions en ce qui concerne la méthode d'exécution (par exemple, registre des ordres, demande de cotation, etc.).

Question 28 : Comment fixer un seuil convenable pour dispenser les ordres et cotations importants des obligations de transparence avant les opérations ou permettre de modifier l'information à fournir?

Question 29 : Convient-il de limiter la négociation de dérivés de gré à gré visés par l'obligation de négociation sur une PND à certaines méthodes d'exécution autorisées, par exemple, un registre des ordres ou un système de demande de cotation combiné à un registre des ordres? Motivez votre réponse. Dans l'affirmative, quels modes d'exécution faudrait-il autoriser pour les produits visés par cette obligation? D'autres méthodes d'exécution permettent-elles d'atteindre un niveau satisfaisant de transparence avant les opérations? Quels autres facteurs devraient être pris en compte?

Question 30 : À quelles autres obligations les PND devraient-elles être assujetties en ce qui concerne la négociation de produits visés par l'obligation de négociation sur une PND?

Question 31 : Veuillez décrire les caractéristiques particulières des marchés de dérivés de gré à gré du Canada dont le Comité devrait tenir compte et qui pourraient justifier une divergence entre les règles canadiennes et celles en vigueur

aux États-Unis et dans l'UE, notamment en ce qui concerne les obligations de transparence et de négociation. Veuillez indiquer les conséquences particulières de ces caractéristiques.

11. PND ÉTABLIES À L'ÉTRANGER

Le Comité recommande que les PND établies à l'étranger, comme les PES et les SON, qui offrent un accès direct à leurs plateformes de négociation à des participants canadiens⁹⁰ soient assujetties aux obligations prévues par le régime des PND proposé. Les PND étrangères seraient tenues d'être autorisées ou dispensées de l'autorisation dans chaque territoire du Canada dans lequel elles fournissent l'accès direct à des participants. Le Comité recommande toutefois que les membres des ACVM envisagent de dispenser les PND établies à l'étranger au cas par cas d'une partie ou de l'ensemble des obligations prévues par le régime si elles sont en mesure de démontrer que la réglementation et la surveillance dans leur territoire d'origine sont comparables à celles qui s'appliqueraient en vertu du régime. Dans ces cas, le Comité recommande que les membres des ACVM envisagent de s'en remettre à la surveillance quotidienne exercée par l'autorité en valeurs mobilières du territoire d'origine des PND établies à l'étranger et limiter généralement la surveillance directe aux questions d'intérêt local qui revêtent une importance particulière⁹¹. Les PND établies à l'étranger seraient tout de même tenues de fournir de l'information aux autorités en valeurs mobilières du Canada relativement aux services offerts aux participants canadiens.

⁹⁰ Dans ce contexte, l'« accès direct » signifie que les participants peuvent transmettre des ordres et saisir des opérations directement sur une PND sans passer par l'intermédiaire d'un autre participant.

⁹¹ Les membres des ACVM pourraient se réserver le droit de traiter ces questions comme des questions d'accès équitable et de conformité aux obligations canadiennes d'intégrité du marché.