

6.2

Réglementation et instructions générales

6.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

6.2.1 Consultation

Document de consultation 92-401 des ACVM : Plateformes de négociation de dérivés

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

- Document de consultation 92-401 des ACVM : Plateformes de négociation de dérivés.

Consultation

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

Veillez adresser vos commentaires à chacune des autorités suivantes :

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

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

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

Renseignements additionnels

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

Derek West
Coprésident du Comité des ACVM sur les dérivés
Directeur principal de l'encadrement des dérivés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4491
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
derek.west@lautorite.qc.ca

Le 29 janvier 2015

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 Règlements 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.

négoциent 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 règlements 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 au *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**) et au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 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 au Règlement 21-101** : le Règlement 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 ce règlement. Les règles s'y

⁶ Et les marchés à terme au Québec.

appliquant cadreront avec le Règlement 21-101 dans la mesure du possible, 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 au Règlement 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'un autre règlement. 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 le Règlement 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 assujéti au Règlement 21-101. Les incompatibilités et les chevauchements entre règlements 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 appairer 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 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

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

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

données sur les opérations et la compensation. Il s'attend à ce que les données sur les 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 chambre de compensation en particulier ou déclarées à un référentiel central 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 référentiels centraux 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 référentiel central, 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 ^{re} 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@fcb.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 chambres de compensation et les référentiels centraux¹⁶;
- 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 appairer 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 du règlement définitif 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 appairier 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 appairier 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, au sous-paragraphe 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 dédommagements 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 ASSUJÉTTIS AUX RÈGLEMENTS 21-101 ET 23-101

Le Règlement 21-101 instaure le cadre de fonctionnement des « marchés », tandis que le Règlement 23-101 régit la négociation sur les marchés. Le Règlement 21-101 désigne par

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, sous-paragraphe 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.

« marché » une plateforme permettant de négocier des titres (et, dans certains 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 Règlements 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 au Règlement 21-101 doivent être déclarées à une chambre de compensation 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 un règlement 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 assujéties à des règles adaptées à la négociation de dérivés de gré à gré sur des plateformes organisées. Ces règles seraient distinctes des Règlements 21-101 et 23-101. Dans la mesure du possible, elles seraient compatibles avec les obligations comparables prévues par ces règlements.

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 du Règlement 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 du Règlement 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 règlements.

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 : *Veillez 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. Quoiqu'il en soit, comme nous l'avons vu, le Règlement 21-101 ne s'appliquerait pas aux PND. Un nouveau cadre réglementaire présentant des similitudes appropriées avec ce règlement 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 Le Règlement 23-101 et l'instruction générale 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 Règlements 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 chambres de compensation réglementées, et de tenir des dossiers sur *i*) chaque autorisation d'accès accordée, y compris les raisons pour

⁶⁸ Ci-dessus, note 67.

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 chambre de compensation ou à un référentiel central en particulier, compte tenu du nombre de chambres de compensation et de référentiels centraux 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 référentiels centraux reconnus et toutes les chambres de compensation 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 du Règlement 21-101 et au projet d'article 13.2 de ce règlement 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 chambre de compensation en particulier ou déclarées à un référentiel central 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 du Règlement 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 au Règlement 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 du Règlement 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 le Règlement 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 référentiel central 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 chambre de compensation reconnue, désignée ou dispensée au Canada par l'autorité en valeurs mobilières pertinente et de remplir les obligations que lui impose la chambre de compensation pour assurer l'exécution efficace 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 référentiel central ou à une autorité en valeurs mobilières et de son traitement par une chambre de compensation;

- 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 référentiel central.

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 au Règlement 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

⁷³ Ceci est comparable à l'article 5.11 du Règlement 21-101.

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?

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

⁷⁴ Ceci est comparable à l'article 10.1 du Règlement 21-101.

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;
- 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.

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.

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.

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 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 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

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 du Règlement 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.

opérations sur swaps que peut exiger la Commission ». Les opérations doivent être déclarées à un référentiel central de swaps [traduction] « dès qu'il est technologiquement possible de le faire »⁸¹. Le référentiel 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. Le règlement 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.

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 référentiel central, qui serait à

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.

son tour tenu de les rendre publiques⁸⁶. Quoiqu'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 référentiel central, 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 référentiels centraux 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?*

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).*

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 référentiel central, ou chez le référentiel central, 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 référentiel central, car cela pourrait créer des incitations involontaires. Il recommande de corriger cette situation si elle se présente.

Question 22 : *Outre la déclaration de l'information sur les opérations à un référentiel central, 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 règlement provincial sur la compensation obligatoire des produits 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.

Canadian Securities Administrators

CSA Consultation Paper 92-401

Derivatives Trading Facilities

Canadian Securities Administrators Derivatives Committee
January 29, 2015

#5041847 v1

TABLE OF CONTENTS

Executive Summary	4
Summary of Questions	10
Comments and Submissions	13
1. Introduction	15
(a) G20 commitment	15
(b) Benefits of organized trading platforms	15
(c) Limitations to organized trading platforms	16
(d) Committee recommendations	17
2. Other Jurisdictions	18
(a) United States	19
(b) European Union	21
3. Marketplaces Regulated Under Regulation 21-101 and Regulation 23-101	24
4. Defining “Derivatives Trading Facility”	24
(a) Scope and key characteristics	25
(b) Proposed Definition of a DTF	27
5. Permitted Execution Methods	28
6. Regulatory Authorization of DTFs	30
(a) Base regulation for all DTFs	30
(b) DTFs exercising discretion	31
7. Organizational and Governance Requirements	32
(a) Access	32
(b) Regulatory function and market surveillance	33
(c) Rules	34
(d) Prohibition against manipulative/fraudulent trading activity	35
(e) Financial resources	35
(f) Personnel	35
(g) Systems	35
(h) Record-keeping	37
(i) Conflicts of interest	38
(j) Disclosure by DTFs	38
(k) Confidential treatment of trading information	38
8. Pre-trade transparency	39
9. Post-trade transparency	41
10. Trading Mandate	44
(a) Mandating OTC derivatives to be traded on an organized platform	44
(b) Enhanced requirements where derivatives are subject to a DTF-trading mandate	45
11. Foreign-Based DTFs	47

CSA CONSULTATION PAPER 92-401 – *DERIVATIVES TRADING FACILITIES*

On November 2, 2010, the Canadian Securities Administrators (the **CSA**) Derivatives Committee (the **Committee**) published for comment Consultation Paper 91-401 – *Over-the-Counter Derivatives Regulation in Canada* (**Consultation Paper 91-401**). That consultation paper set out high-level proposals for the regulation of over-the-counter (**OTC**) derivatives in Canada. The Committee sought input from the public with respect to the proposals and eighteen comment letters were received. This public consultation paper is the seventh in a series of papers that build on the regulatory proposals contained in Consultation Paper 91-401. It proposes a framework for the regulation of OTC derivatives trading facilities in Canada.

The Committee continues to consult and collaborate with the Bank of Canada, the Office of the Superintendent of Financial Institutions (Canada), the Department of Finance Canada, and market participants. The Committee also continues to contribute to and follow regulatory proposals and legislative developments in foreign jurisdictions and to work with international regulators and bodies such as the International Organization of Securities Commissions, the Financial Stability Board and the Over-the-Counter Derivatives Regulators' Forum in the development of international standards.

Although a significant market in Canada, the Canadian OTC derivatives market comprises a relatively small share of the global market and a substantial portion of transactions entered into by Canadian market participants involve foreign counterparties. It is therefore important that rules developed for the Canadian market are aligned with international practice to ensure that Canadian market participants have access to the international market and are regulated in accordance with international principles to the extent appropriate. The Committee will continue to monitor and contribute to the development of international standards. In this context, it is hoped that this paper will generate commentary and debate that will assist the CSA in developing harmonized policies and rules that are appropriate for Canada.

EXECUTIVE SUMMARY

At the Pittsburgh Summit held in September 2009, the G20 leaders agreed that “all standardized OTC derivatives should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate”.¹

Exchanges and electronic trading platforms are systems or facilities that bring together buying and selling interests in one or more financial instruments, leading to the execution of transactions in those instruments.² In order to implement the G20 commitment to mandate the trading of suitable OTC derivatives on exchanges or electronic trading platforms in Canada, the Committee recommends that the CSA pursue two principal outcomes:

- develop a regulatory framework for “derivatives trading facilities” (**DTFs**), that is, organized trading platforms for the trading of OTC derivatives;
- require suitable OTC derivatives, or classes of OTC derivatives, to trade exclusively through a DTF.

The following is a summary of the Committee’s specific recommendations in relation to pursuing these two principal outcomes.

Derivatives trading facilities

1. **Definition of DTF:** The Committee proposes to define a DTF to mean a person that constitutes, maintains, or provides a facility or market that brings together buyers and sellers of OTC derivatives, brings together the orders of multiple buyers and multiple sellers, and uses methods under which the orders interact with each other and the buyers and sellers agree to the terms of trades.

OTC derivative is used in this paper in its customary sense to refer to a derivatives contract that is traded other than on a formal exchange, such as on a dealer network or directly between two parties.³

The proposed definition of a DTF is intentionally broad and would capture various multilateral execution processes and venues. However, the proposed definition is not intended to capture bilateral or one-to-many facilities such as single-dealer platforms, nor is it intended to capture facilities or processes where there is no actual trade

¹ Statement No. 13, *Leaders’ Statement: The Pittsburgh Summit* (September 24 – 25, 2009), available at http://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh_Declaration.pdf (the **G20 Leaders Statement**) at 9.

² Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Report on Trading of OTC Derivatives*, February 2011 (**IOSCO Trading Report**) at 10-11.

³ However, for the purposes of this paper, an OTC derivative does not cease to be an OTC derivative merely because it may be traded on an exchange. This is important because, as discussed elsewhere, the Committee anticipates that in some jurisdictions a DTF may be recognized as an exchange.

execution or arranging taking place, such as bulletin boards used solely for advertising buying and selling interests.

2. ***Regulatory framework for DTFs:***

- (a) Any DTF, regardless of whether it offers trading in OTC derivatives that are mandated to be traded on a DTF, would require an authorization from the securities regulatory authority in each jurisdiction in which it operates, or an exemption from such requirement.
- (b) An authorized DTF would be permitted to provide facilities for trading in both OTC derivatives that are mandated to be traded on a DTF and those OTC derivatives not mandated to be traded on a DTF. For clarity, market participants would not be required to trade non-mandated OTC derivatives through a DTF.
- (c) DTFs generally would be regulated similarly to an exchange. For example, all DTFs would be required to have rules governing the conduct of participants, designed to ensure compliance with applicable legislation, prevent fraud and manipulative acts and practices, and promote just and equitable principles of trade.

DTFs generally would also be required—directly or indirectly through an authorized third-party regulation services provider—to monitor compliance by participants with those rules and to appropriately discipline participants in the event of non-compliance.

- (d) A DTF operator that exercises discretion⁴ in the execution of transactions would be subject to additional requirements similar to those applicable to dealers.⁵ Such requirements would include, for example, the duty to act fairly, honestly and in good faith, and requirements relating to proficiency of individual representatives, “know your client” and suitability, the handling of accounts, confidentiality of customer information, client order exposure rules, and best execution.

In addition, to address the potential for conflicts of interest, a DTF that exercises discretion would be required to retain an authorized third-party regulation services provider to monitor and enforce both its conduct and that of the participants on its platform.

⁴ Discussed at para. 7 below.

⁵ Including those applicable to dealers under current rules and those that will be applicable pursuant to derivatives registration rules yet to be enacted; see CSA Consultation Paper 91-407 – *Derivatives: Registration*, published on April 18, 2013.

3. **Organizational requirements:** All DTFs would be subject to basic organizational requirements, comparable, to the extent appropriate, to those established for marketplaces regulated under *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (Regulation 21-101)* and *Regulation 23-101 respecting Trading Rules (Regulation 23-101)*. Among other things, DTFs would be subject to requirements related to:
- transparency, e.g., via disclosure on a website of, among other things, fees, how orders are entered, interact and execute, order types, access requirements, technology requirements, trading requirements, including market conduct requirements, and the policies and procedures for managing conflicts of interest;
 - record-keeping and record preservation, including in respect of records of market participants with access to the trading facility, trading summaries, and records of trades, orders, and quotations;
 - publication of and fair access to trade and price information;
 - access, including not unreasonably prohibiting, conditioning or limiting access to services offered;
 - system requirements, including adequate controls over those systems;
 - business continuity planning and independent system reviews;
 - adequate financial resources;
 - personnel and outsourcing of functions;
 - addressing conflicts of interest; and
 - reporting to securities regulators.
4. **Contrast with Regulation 21-101:** Regulation 21-101 provides a regulatory framework for a number of different “marketplaces”, including securities exchanges,⁶ alternative trading systems (ATS) and quotation and trade reporting systems (QTRS). A DTF would be distinct from the “marketplaces” currently regulated under Regulation 21-101. Although to the extent appropriate the rules governing DTFs will be consistent with Regulation 21-101, rules governing DTFs will be tailored to specifically address the organized platform trading of OTC derivatives. For example, unlike for trades executed on a marketplace regulated under Regulation 21-101, trades executed through a DTF would not be required to be cleared unless the derivative was of a class that had been mandated to be cleared pursuant to a clearing

⁶ And futures exchanges in Quebec.

rule. As described elsewhere, it is also contemplated that the operator of a DTF will be permitted to exercise discretion in the manner of order execution, which is not something for which Regulation 21-101 provides.

5. ***Existing marketplaces:***

- (a) The Committee recommends that exchanges trading derivatives that are not OTC derivatives would not be regulated as DTFs in respect of their current (non-OTC derivatives) operations.
- (b) Existing marketplaces that wished to provide a platform for trading in OTC derivatives would be required to apply for authorization to offer trading in OTC derivatives.
- (c) Depending on the products it trades, a trading platform might constitute both a DTF and a marketplace under Regulation 21-101. Where appropriate and possible, conflicting and duplicative regulation would be avoided, most likely on a case-by-case basis.

6. ***Execution methods:*** A DTF would be permitted to use a variety of execution methods, for example, continuous or periodic order book, request-for-quote, request-for-stream, voice, or hybrid voice-electronic execution methods. As discussed elsewhere in this Consultation Paper, certain execution methods may be compulsory for products that are mandated to trade on a DTF.

7. ***Exercise of discretion:*** The Committee is considering whether to permit the operator of a DTF to exercise a degree of discretion in the manner of executing transactions between its participants. In accordance with a DTF's rules, a DTF operator may be permitted to exercise discretion in determining, among other things, when to place an order for a participant or to retract it, which participants are contacted with requests for quote (**RFQ**), which orders or RFQs are matched with other orders or quotes, and the order and timing of such matching. In practice, discretion allows platform operators to run "hybrid systems," consisting of both electronic trading and voice broking, that allow for the periodic execution of trading interests. Such discretion enables platform operators to facilitate the pre-arrangement or pre-negotiation of transactions prior to execution.⁷ A DTF exercising discretion would have additional requirements placed upon it, as described above. Even so, discretionary execution methods may not be permitted for products that are mandated to trade on a DTF.

8. ***Pre-trade transparency:*** Except in the case of derivatives that are mandated to trade on a DTF (see below), a DTF would not be required to provide a particular level of pre-trade transparency. However, if a DTF were to execute transactions in a way that inherently provides a certain degree of pre-trade transparency (as would be the case

⁷ Discretion exercised by the participants themselves is not the kind of discretion that is meant here. See infra note 55.

with a published order book), it would be required to do so in a manner that did not unreasonably limit access to such information by a participant or class of participants.

9. **Post-trade transparency:** A DTF would be required to report to the public transactions executed on its facility in as close to real-time as technically feasible.⁸ Deferred publication would be permitted in certain circumstances, such as for block trades. Additionally, DTFs would be required to provide certain market information to the general public at no charge on a delayed basis. Although not required to, a DTF would not be prohibited from disseminating real-time data.

Mandating OTC derivatives to be traded on derivatives trading facilities

10. **Trading mandate:** Members of the CSA, after consultation with other Canadian authorities and with the public, may determine certain OTC derivatives to be appropriate to be mandated to trade exclusively on an authorized DTF.

Determining whether OTC derivatives should be mandated to trade on a DTF

11. **CSA review of trading data:** Prior to requiring that any class of OTC derivative be traded exclusively on a DTF, the Committee recommends that members of the CSA review trading and clearing data covering an appropriate time period. In particular, the Committee contemplates that the CSA will wish to review the level of liquidity of OTC derivatives in the Canadian market, the current volume and turnover in derivatives of various asset classes in Canada, the number and type of market participants transacting in OTC derivatives in Canada, and the extent to which multilateral execution methods are currently being used for OTC derivatives transactions. The Committee recommends that an OTC derivative be mandated to be traded on a DTF only after trade reporting and clearing data with respect to that derivative has been analyzed for a sufficient period of time. The Committee anticipates that the trading data would be reviewed periodically with a view to considering whether additional derivatives should be added to the list of those that are mandated to trade through a DTF, and whether there are derivatives on the list that should be removed.
12. **Factors to be considered in determining whether to mandate trading on a DTF:** In determining whether to require a class of OTC derivatives to be traded exclusively on a DTF, the Committee recommends that the CSA consider factors including whether the class of OTC derivatives is: subject to a clearing mandate, sufficiently liquid and standardized, subject to a similar trading mandate in other jurisdictions, or already trading through the facilities of a DTF or foreign trading platform.
13. **Pre-trade transparency requirements applicable to derivatives mandated to be traded on a DTF:** For OTC derivatives that are mandated to be traded on a DTF, we

⁸ The Committee is considering methods for public reporting of transactions; please see section 9, Post-trade transparency, in the main body of the paper below.

contemplate that a DTF would be required to provide pre-trade disclosure to all users of its facilities of current bid and offer prices and market depths. We contemplate that the nature of pre-trade transparency may need to be tailored to the form of execution method.⁹ Exemptions from pre-trade transparency requirements are contemplated for orders that, because of their size, would expose liquidity providers to undue risk.

14. ***Post-trade transparency requirements applicable to derivatives mandated to be traded on a DTF:*** For derivatives that are mandated to trade on a DTF, we do not contemplate standards of post-trade transparency that differ from the standards that would apply to all transactions executed on the DTF.

Exemptive relief for a foreign-based DTF regulated in its home jurisdiction

15. A foreign-based DTF (such as a “swap execution facility” based in the United States) that carries or would like to carry on business in Canada may apply for an exemption from the requirements that would otherwise apply to it as a DTF, where it can demonstrate that the regulation and oversight of the DTF in its home jurisdiction is comparable to that which would apply if the DTF were domiciled in Canada. In such case, the CSA members may, with respect to the day-to-day oversight of the foreign-based DTF, rely on the oversight by its home regulator; however, the ability of the regulator in Canada to engage in general oversight would be retained.¹⁰ Such a DTF also might be required to fulfill reporting requirements to the regulators in the jurisdictions of Canada in which it operates.

⁹ E.g., for trading via RFQ, the requests and quotes are only between the requester and the interrogated dealers. As discussed below in the main body of this paper, a degree of pre-trade transparency could be provided by ensuring that the requests are sent to several dealers, and that the reply include not only quotes but any matching orders from the order book.

¹⁰ CSA members might retain discretion to oversee such matters as fair access and compliance with Canadian market integrity requirements.

SUMMARY OF QUESTIONS

The questions below appear in the order in which they appear in the main body of the paper.

Defining “Derivatives Trading Facility”

1. Is the DTF category appropriately defined? If not, what changes are needed and why?
2. Is it appropriate to permit a DTF operator a degree of discretion over the execution of transactions? Why or why not? If discretion is permitted, should it be permitted only for trading in products that have not been mandated to trade on a DTF?

Permitted Execution Methods

3. Is the description of permitted execution methods for a DTF suitable for facilities that currently offer or plan to offer trading in OTC derivatives?
4. Please comment on required modes of execution. Should any particular minimum trading functionality be prescribed for DTFs generally?

Regulatory Authorization of DTFs

5. Is the proposed regulatory framework for DTFs appropriate?
6. Is it appropriate to impose dealer requirements on a DTF where the operator of the DTF exercises discretion in the execution of transactions? (Please explain.) If so, should such a DTF be required to register as a dealer, or should only certain dealer requirements be imposed on the DTF? (Which ones?)
7. To address conflicts of interest, should a DTF that exercises discretion in the execution of transactions be required to exercise this functionality in a separate affiliated entity? Why or why not?
8. What factors are relevant in defining the proposed best execution duty?

Organizational and Governance Requirements

9. Is it appropriate to allow a DTF to require clearing of all trades on the DTF that are capable of being cleared?
10. Is it appropriate to allow a DTF to require transactions executed on its facility to be cleared through a particular clearing agency and/or reported to a particular trade repository?
11. Is it appropriate for a DTF that exercises discretion in trade execution to be permitted to limit access to its facility? If so, on what grounds should it be permissible?

12. Are the proposed organizational and governance requirements for DTFs appropriate? Are there additional organizational and governance requirements that the Committee should consider?
13. Is it appropriate that a DTF that does not exercise execution discretion be permitted to perform its regulatory and surveillance functions itself, or should it be required in all cases to engage a third-party regulation services provider for this purpose? Please explain.
14. Do you agree with the proposal to prohibit DTF operators from entering into trades on their platforms as principals, on their own accounts? Please explain.
15. How should the sufficiency of a DTF's financial resources be evaluated? Please comment on the methodology and frequency of the calculation.

Pre-trade Transparency

16. Should pre-trade transparency requirements apply to OTC derivatives that trade on DTFs but that have not been mandated to be traded on DTFs? If yes, what requirements should apply, and should any exemptions be provided?

Post-trade Transparency

17. Are the proposed post-trade transparency requirements (involving real-time trade reporting as well as public reporting of certain daily data) appropriate for DTFs?
18. What is the preferred method for real-time public reporting of transactions executed on a DTF (i.e., directly by a DTF, via trade repositories, or some other method)? What are the advantages and disadvantages of the proposed options?
19. When should deferred publication of trade information be permitted? Are there circumstances other than block trades?
20. Assuming that deferred publication of trade information should be permitted for block trades, what criteria should be considered when determining the minimum block trade threshold size to permit deferred trade disclosure?
21. What market information should a DTF be required to provide to the general public without charge, and on what schedule? Please be as specific as possible as to data elements, granularity, and schedule (compare with the US CFTC rules in 17 CFR 16.01).
22. In addition to reporting trade information to a trade repository, should a DTF be required to disseminate trade information directly to all its participants, or only to the counterparties to the trade? Should there be a minimum amount of post-trade information that is disseminated to all participants, containing less detail than the information provided to the counterparties? Please specify.

Trading Mandate

23. Are the proposed criteria for determining whether a derivative will be subject to a DTF-trading mandate appropriate? Should other criteria be considered?
24. Are there existing OTC derivatives that should be considered suitable for mandatory trading on a DTF? Are there classes of OTC derivatives for which a mandatory trading obligation would be detrimental to market participants?
25. Are there any situations in which a product that has been mandated to trade exclusively on a DTF should be permitted to trade other than on a DTF? Should any category of market participants be exempt from a trading mandate?
26. Should there be a formal role for DTFs in initiating the process to specify that a class of OTC derivatives is mandated to trade exclusively on a DTF, comparable to the role of SEFs in the MAT process described on page 19?
27. What pre-trade transparency requirements are appropriate for OTC derivatives that have been mandated to be traded on a DTF? In particular, what precise pre-trade information should a DTF be required to publish for OTC derivatives that are subject to a DTF-trading mandate? Please be specific in terms of the execution method (e.g., order book, RFQ, etc.).
28. For the purpose of exempting large orders and quotes from pre-trade transparency requirements or permitting modified disclosure, how should an appropriate size threshold be determined?
29. Is it appropriate to limit trading in OTC derivatives that have been mandated to be traded on a DTF to specific permitted execution methods, e.g., an order book, or a request-for-quote system offered in conjunction with an order book? Why or why not? If so, which modes of execution should be permitted for products that are mandated to trade on a DTF? Can an appropriate level of pre-trade transparency be achieved with other methods of execution? What other factors should be considered?
30. What additional requirements should apply to DTFs with respect to trading in products that have been mandated to trade on a DTF?

General

31. Please describe any specific characteristics of the Canadian OTC derivatives markets that the Committee should consider, which might justify a divergence between Canadian rules and those in effect in the US and the EU. Please consider transparency requirements, the trading mandate, and anything else you think relevant. Please refer to specific consequences of the characteristics you identify.

COMMENTS AND SUBMISSIONS

The Committee invites participants to provide input on the issues outlined in this public consultation paper. You may provide written comments in hard copy or electronic form. The comment period expires March 30, 2015.

Certain CSA regulators require publication of the written comments received during the comment period. We will publish all responses received on the websites of the Autorité des marchés financiers (lautorite.qc.ca), the Ontario Securities Commission (osc.gov.on.ca), and the Alberta Securities Commission (albertasecurities.com). Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Please address your comments to each of the following:

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

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

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

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

Questions

Please refer your questions to any of:

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

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

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

Susan Powell
Deputy Director, Securities
Financial and Consumer Services
Commission (New Brunswick)
506 643-7697
susan.powell@fcnbc.ca

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

Paula White
Manager Compliance and Oversight
Manitoba Securities Commission
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) G20 commitment

At the G20 Summit held in Pittsburgh in September 2009, the leaders of the G20 countries agreed that:

All standardized OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at the latest.¹¹

The commitment to trade standardized OTC derivative contracts on exchanges or electronic platforms, where appropriate, is a central component of the G20 mandate to reform the OTC derivatives markets. A key objective of this mandate is to enhance the transparency and efficiency of OTC derivatives markets for the benefit of all market participants. Exchanges or electronic trading platforms can foster greater market integrity through transparent and enforceable participation and conduct requirements.¹²

(b) Benefits of organized trading platforms

Organized trading platforms bring together many market participants where their trading interests can interact. The potential benefits of organized trading platforms have been described by international regulatory organizations to include the following:

- the use by participants of similar means to express trading interests and execute trades can result in the accumulation of pools of liquidity on trading platforms;
- the concentration of liquidity may foster broader market participation, resulting in greater operational efficiencies, increased competition and deeper markets;
- increased competition which may, in turn, put downward pressure on trading costs, including a reduction in bid/ask spreads;
- tight bid/ask spreads and deep liquidity particularly for benchmark derivatives contracts;¹³
- increased participation in the OTC derivatives market, contributing to making markets less susceptible to the impairment of a single liquidity provider;¹⁴
- greater market integrity through transparent and enforceable participation and conduct requirements;¹⁵

¹¹ G20 Leaders Statement, at 9. Although the G20 commitment contemplates that mandatory trading should be in place by end of 2012, as stated by the Financial Stability Board (FSB) in April 2013, implementation is still progressing in FSB member jurisdictions after the end-of-2012 deadline: *OTC Derivatives Market Reforms: Fifth Progress Report on Implementation*, April 15, 2013 at 2. See also infra note 24.

¹² FSB, *OTC Derivatives Market Reforms: Sixth Progress Report on Implementation*, September 2, 2013 at 18.

¹³ Committee of European Securities Regulators (CESR), *Standardisation and exchange trading of OTC derivatives*, 19 July 2010 (CESR/10-610) (CESR Report) at 18.

¹⁴ IOSCO Trading Report at 38.

¹⁵ Supra note 12.

- the verification of trade information through electronic confirmations, and an efficient link to clearing agencies and trade repositories;¹⁶
- a higher level of transparency, and a reduction in information asymmetry;
- making price and other trade-related information directly available to the market thereby improving price discovery and pricing of assets and enhancing comparability and strengthening risk management;¹⁷
- allowing market participants to directly price derivatives, with the role of a platform operator being limited to bringing together or facilitating the bringing together of multiple third-party buying and selling interests; and
- improved transparency to and surveillance by regulators and likely a clearer trail in terms of positions and exposures.¹⁸

The extent to which these benefits would be realized will vary depending on the product or class of product being traded, as well as the particular characteristics of the platform, including, for example, the nature and degree of transparency, the level of discretion afforded a platform operator and the level of automation employed.

(c) Limitations to organized trading platforms

The following limitations and potential drawbacks to the trading of OTC derivatives on organized platforms have also been identified:

- Platform trading may, depending on the structure of a platform, reduce the ability to customize contracts. This potential lack of flexibility may result in a lack of match with customers' needs, and a more limited possibility for product innovation.¹⁹
- The benefits of multilateral systems may appear only in some cases and not generally. As summarized by the CESR, "In this view, a multilateral system is not suitable for derivatives because of the bilateral character of contracts and little use of transparency information which disregard counterparty risk."²⁰
- Mandating or forcing the trading of OTC derivatives on organized platforms could, if not done correctly, be damaging to product markets.²¹

¹⁶ Council of Financial Regulators (Australia), *OTC Derivatives Market Reform Considerations*, March 2012 (**CFR Report**) at 4; IOSCO Trading Report at 37.

¹⁷ *Ibid.* at 18.

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ CESR Report at 19. See also *infra* note 20 at 20.

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

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

Where a requirement to trade certain OTC derivatives on an organized trading platform introduces costs or risks that outweigh the benefits of trading in derivatives, participants may be discouraged from participating in the OTC derivatives market.

These limitations may be mitigated by requiring a minimum level of standardization and liquidity as a precondition to mandating that an OTC derivative, or class of OTC derivatives, trade through an organized trading platform. This would have a corollary result of excluding from any trading requirement bespoke or illiquid contracts, and potentially transactions above a certain size threshold (relative to the market for a specific type or class of OTC derivative).

(d) Committee recommendations designed to encourage OTC derivatives to trade on organized trading platforms

In Consultation Paper 91-401, the Committee outlined its proposals relating to the regulation of OTC derivatives in Canada. The following three options were proposed for purposes of addressing the G20 commitment on OTC derivatives trading:

- Option 1: Mandate trading of all OTC derivatives on organized trading platforms, with such a requirement being contingent on the availability of a platform that has been recognized or designated.
- Option 2: Mandate trading of only those transactions with sufficient standardization and liquidity and/or that pose systemic risks to the integrity of the markets.
- Option 3: Permit market participants to choose whether or not to trade on an organized trading platform.

The Committee stated that although the benefits of trading on an organized platform were considerable, much could be achieved through post-trade transparency, utilizing data gathered from trade reporting and mandated central clearing. The Committee noted that there are many valid reasons why OTC derivatives do not trade on exchanges, such as increased flexibility and the ability to hedge specific risks. In addition, due to the bespoke nature of many OTC derivatives products and the sheer number of their variations, it was unlikely that all OTC derivatives could be traded successfully on organized platforms. Nonetheless, the Committee felt that considerable benefits for both regulators and market participants resulting from increased transparency and liquidity could be achieved through the trading of certain OTC derivatives on organized platforms.²²

The Committee now recommends that the CSA pursue Option 2 through the development of

- (1) a new regulatory category of “derivatives trading facility”, or DTF, for the trading of OTC derivatives, and

²² Consultation Paper 91-401 at 37-39.

- (2) criteria for identifying appropriate OTC derivatives to be mandated to be traded exclusively through a DTF.

The Committee recommends that a DTF be permitted to offer trading in OTC derivatives that have not been mandated to trade on a DTF, though market participants would not be required to trade non-mandated derivatives through a DTF. Additional requirements would apply to a DTF in respect of trading in OTC derivatives that are subject to a DTF-trading mandate including, for example, with respect to pre-trade transparency.

This consultation paper sets out a proposed definition for a DTF as well as proposals regarding the characteristics of a DTF, including permitted execution methods, recognition or registration requirements, organizational and governance requirements, and pre- and post-trade transparency requirements. The paper concludes with a discussion of the proposed parameters of a trading mandate for sufficiently liquid and standardized OTC derivatives, and a brief discussion of the Committee's recommended approach for the CSA with respect to organized derivatives trading platforms based outside of Canada.

The recommendations and proposals in this consultation paper relating to DTFs aim to create a system for regulating organized platform trading of OTC derivatives in Canada. The goal is to encourage the continued development of liquidity, transparency and standardization in the OTC derivatives market. In developing these regulatory proposals, we have been cognizant of the approaches taken in both the United States, with "swap execution facilities" (SEFs), and in the European Union, with "organized trading facilities" (OTFs).

2. OTHER JURISDICTIONS

Recognizing the international character of OTC derivative markets, the Committee is of the view that a Canadian regulatory approach to the platform trading of OTC derivatives should have regard to the approach taken in other jurisdictions, particularly in the US and EU. Moreover, the Canadian regulatory approach should be designed to coordinate with international regulation where possible, while recognizing the relative size and liquidity of the Canadian market and the unique features of the Canadian regulatory framework.

The regulatory landscape relating to the use of organized trading platforms for OTC derivatives trading has changed significantly since the publication of Consultation Paper 91-401 in November 2010. Legislation in the US now requires all multilateral platforms trading swaps²³ to be registered as a SEF or a designated contract market (DCM) and factors have been established for determining those OTC derivatives that will be subject to mandatory trading on SEFs or DCMs. In the EU, a third category of regulated trading venue, OTF has been introduced alongside the existing categories of regulated market (RM) and multilateral trading facility (MTF). Suitable OTC derivatives, e.g., those sufficiently liquid and

²³ "Swap" is defined at 7 U.S.C. §1a(47). It is a complex definition that encompasses a broad variety of OTC derivatives contracts.

standardized to be subject to a clearing requirement and also mandated to trade on a regulated trading venue, must be traded on one of the three venues.

Some jurisdictions have now implemented requirements that certain OTC derivatives be traded exclusively on organized trading platforms.²⁴ In the US, mandatory platform-trading has been implemented for certain types of interest rate and credit default swaps.²⁵ In the EU, a revised Markets in Financial Instruments Directive²⁶ (**MiFID II**), together with a Markets in Financial Instruments Regulation²⁷ (**MiFIR**), were adopted by the European Parliament and the Council of the European Union to facilitate, among other things, the mandatory trading of specified OTC derivatives. The texts of MiFID II and MiFIR came into force in the EU in July 2014, and must generally apply within European member states by January 3, 2017.

(a) United States

In October 2013, the rules of the US Commodity Futures Trading Commission (the **CFTC**) for the mandatory trading of certain OTC derivatives on SEFs came into effect. A trading mandate is a key aspect of Title VII of the *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*²⁸ (the **Dodd-Frank Act**). The Dodd-Frank Act amended both the *Commodity Exchange Act*²⁹ and the *Securities Exchange Act of 1934* to establish a comprehensive new regulatory framework for swaps and security-based swaps in the wake of the financial crisis.

The Dodd-Frank Act provides that, where a derivative is subject to the clearing requirement (meaning it must be centrally cleared unless an exemption is available), and any SEF or DCM (i.e., a registered futures exchange) “makes” the derivative “available to trade” (i.e., it is subject to a **MAT determination**), then it must be traded on a SEF or a DCM.

The CFTC established in June 2013 a flexible process for SEFs to make a derivative “available to trade”. SEFs are to determine which derivatives they wish to make available to be traded on their platforms. The MAT determination is then submitted to the CFTC either as

²⁴ The FSB reported that, as at November 2014, three jurisdictions – China, Indonesia and the US – had regulations in effect requiring organized platform trading. In 2015 such regulations are also expected to become effective or partially effective in India, Japan, and Mexico: FSB, *OTC Derivatives Market Reforms: Eighth Progress Report on Implementation*, November 7, 2014 at 24.

²⁵ In the US, the requirement to execute certain interest rate and credit default swaps on “swap execution facilities”, foreign boards of trade or designated contract markets took effect in mid-February 2014; see <http://sirt.cftc.gov/sirt/sirt.aspx?Topic=SwapsMadeAvailableToTradeDetermination>.

²⁶ Directive no. 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (recast) (**MiFID II**): http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ:JOL_2014_173_R_0009.

²⁷ Regulation no. 600/2014 of the European Parliament and of the Council on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (**MiFIR**): http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2014.173.01.0084.01.ENG.

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

²⁹ Codified as Title 7 of the United States Code: <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/7/chapter-1>. As section numbers do not always align, note that references herein are to the U.S. Code, not to the Commodity Exchange Act.

self-certified by the trading platform or for CFTC approval. Unless the filing is found to be contrary to the CFTC's regulations, the derivative, if subject to the clearing requirement, will become subject to a trading mandate. Since January 2014, the CFTC has approved or deemed certified as available to trade certain specified interest rate swap (**IRS**) and credit default swap (**CDS**) contracts pursuant to MAT determinations by five different SEFs. Once the MAT determinations became effective the specified CDS and IRS contracts became subject to what is known as the "trade execution requirement".³⁰ A transaction in a swap that is the subject of a certified MAT determination may be made on any SEF or DCM, not just the SEF that submitted the MAT determination.

A SEF is defined under the Dodd-Frank Act to mean "a trading system or platform in which multiple participants have the ability to execute or trade swaps by accepting bids and offers made by multiple participants in the facility or system", and that is not a DCM.³¹

All registered SEFs must offer a "minimum trading functionality" for transactions in all derivatives listed on the SEF, consisting of an order book, or an RFQ system offered in conjunction with an order book. For purposes of the SEF rules, an order book is defined as an "electronic trading facility",³² a "trading facility",³³ or a trading system or platform in which all market participants have the ability to enter multiple bids and offers, observe or receive bids and offers, and transact on such bids and offers.

The rules do not impose any specific algorithm for matching participant bids and offers on an order book.³⁴

One-on-one voice and single-dealer platforms do not meet the definition of a SEF, and may not trade derivatives that are subject to the trade execution requirement because they do not provide for the multiple-to-multiple interaction of buying and selling interests.

A SEF may provide RFQ functionality for those market participants that do not wish to display their bids, offers, or requests to all other market participants. An RFQ functionality

³⁰ I.e., mandatory trading on either a DCM or a SEF; see Title 17 Chapter I of the Code of Federal Regulations, http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=2ed6cb4f87f8320c844139f05049281d&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17tab_02.tpl (**CFTC Regulations**), §37.9(a) and 7 U.S.C. §2(h)(8).

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

³² 7 U.S.C. §1a(16) defines electronic trading facility as "a trading facility that—
(A) operates by means of an electronic or telecommunications network; and
(B) maintains an automated audit trail of bids, offers, and the matching of orders or the execution of transactions on the facility."

³³ 7 U.S.C. §1a(51) defines trading facility in paragraph (A) as "a person or group of persons that constitutes, maintains, or provides a physical or electronic facility or system in which multiple participants have the ability to execute or trade agreements, contracts, or transactions—
(i) by accepting bids or offers made by other participants that are open to multiple participants in the facility or system; or
(ii) through the interaction of multiple bids or multiple offers within a system with a pre-determined non-discretionary automated trade matching and execution algorithm."

³⁴ CFTC Regulations §37.3.

allows a participant to transmit a request for a quote to a minimum number³⁵ of market participants in the trading system or platform, to which such market participants may respond.³⁶ A SEF's RFQ system may include a voice component.

In order to provide RFQ functionality for trading in products subject to a MAT determination, a SEF's RFQ system must be able to satisfy all of the following minimum functional requirements:

- (1) receive a request for quotation from a market participant;
- (2) submit that request to at least the prescribed minimum number³⁷ of unaffiliated market participants chosen by the requester;
- (3) communicate the RFQ responses and any firm resting bids or offers on the order book to the RFQ requester; and
- (4) allow the requester to execute against such firm resting bids or offers along with any responsive orders (RFQ responses).

The regulations do not require a SEF to display a requester's RFQ to market participants not participating in the RFQ. SEFs are also not required to display responses to an RFQ to anyone but the RFQ requester.³⁸ At the same time that the RFQ requester receives the first responsive bid or offer, the SEF must communicate to the requester any firm bid or offer pertaining to the same instrument resting on the SEF's order book(s).³⁹

In providing either order book or RFQ functionality, a SEF may, for purposes of execution and communication, use "any means of interstate commerce, including, but not limited to, the mail, internet, email, and telephone", provided that the execution method otherwise satisfies the minimum requirements under CFTC regulations applicable to order book and RFQ functionality for SEFs.⁴⁰

(b) European Union

MiFID II and MiFIR introduce new rules with respect to trading infrastructure. Among other things, they introduce the new trading venue category of OTF. Alongside RMs and MTFs, OTFs will be a third type of multilateral system in which multiple buying and selling interests can interact in a way that results in contracts. However, unlike RMs and MTFs, an OTF will only be permitted to trade derivatives and certain non-equity instruments, namely

³⁵ For products not mandated to trade on a DCM or a SEF (i.e., for "permitted transactions"), the RFQ need not be sent to a minimum number of participants.

³⁶ CFTC Regulations at s. 37.9(a)(3).

³⁷ At least two unaffiliated market participants the first year after the final rule, and at least three unaffiliated market participants thereafter.

³⁸ CFTC Regulations at s. 37.9(a)(3).

³⁹ Ibid. at 37.9(3)(i).

⁴⁰ Ibid. at s. 37.9(a)(2)(ii).

bonds, structured finance products and emissions allowances.⁴¹ Operating an OTF will be considered to be providing an investment service so a person wishing to do so will need to be licensed as an investment firm. An RM operator will also be permitted to operate an OTF. Under MiFID II, the main factor distinguishing an OTF from an RM or MTF is that the operator of an OTF would have discretion over how a transaction is to be executed, whereas the interaction of orders on an RM or MTF must be non-discretionary.

The operator of an OTF would be permitted to exercise its discretion in two circumstances: (i) when deciding to place an order on the OTF or to retract it; and (ii) when deciding not to match a specific order with the orders available in the system at a given point in time, provided that this complies with specific instructions received from clients and with best execution obligations.

The operator of an OTF will be able to decide when and how to match a client order, and therefore to facilitate negotiation between clients, so as to bring together two or more potentially compatible trading interests. As a result of this discretion, the operator of an OTF will owe investor protection duties to its clients, consisting of conduct of business rules, best execution, acting in accordance with the client's best interest and client order handling obligations.⁴²

Like RMs and MTFs, OTFs will be required to have transparent and non-discriminatory rules governing access to the facility. Unlike RMs and MTFs, OTFs will be permitted to determine and restrict access to their platforms based, among other things, on the role and obligations which the operator of an OTF will have in relation to its clients.⁴³

The concept of an OTF does not include a facility "where there is no genuine trade execution or arranging taking place in the system, such as bulletin boards used for advertising buying and selling interests, other entities aggregating or pooling potential buying or selling interests, electronic post-trade confirmation services, or portfolio compression, which reduces non-market risks in existing derivatives portfolios without changing the market risk of the portfolios."⁴⁴

The OTF category was intended to include much of the inter-dealer market. Subject to limited exceptions with respect to sovereign debt, an investment firm or market operator operating an OTF will be prohibited from executing client orders on the OTF against its own proprietary capital or that of any entity that is part of the same "group or legal person" as the operator.⁴⁵ Unlike the operator of an RM or MTF, the operator of an OTF will be permitted, with client consent, to engage in matched principal trading⁴⁶ of OTC derivatives that are not

⁴¹ MiFIR at preamble (8).

⁴² MiFIR, preamble (9).

⁴³ MiFID II, preamble (14).

⁴⁴ MiFIR, preamble (8).

⁴⁵ MiFID II, Article 20 at s. 1.

⁴⁶ MiFID II, Article 4(1)(38) defines matched principal trading as "a transaction where the facilitator interposes itself between the buyer and the seller to the transaction in such a way that it is never exposed to market risk throughout the

subject to a trading obligation. When matched principal trading is used, the OTF must comply with all pre-trade and post-trade transparency requirements and best execution obligations. An OTF operator or any entity that is part of the same group or legal person as the investment firm or market operator should not act as systematic internaliser⁴⁷ in the OTF it operates. The OTF operator should also be subject to the same obligations as an MTF in relation to potential conflicts of interest.⁴⁸

In order to implement the G20 commitment to require standardized derivatives to be traded on exchanges and electronic platforms, MiFIR also creates a platform-trading obligation such that certain derivatives can only be traded on an RM, MTF, OTF or an equivalent third-country trading venue.⁴⁹ MiFIR sets out a procedure for determining whether a derivative should be subject to the platform-trading obligation. In implementing this procedure, ESMA will develop technical standards declaring which classes (or sub-classes) of OTC derivatives should be required to be traded only on these specified platforms.

Generally speaking, to be subject to the platform-trading obligation, a class of OTC derivative would be determined to be subject to the clearing obligation, traded on at least one RM, MTF or OTF, and considered sufficiently liquid.⁵⁰ The MiFIR contemplates that liquidity would be considered to exist when there are “ready and willing buyers and sellers on a continuous basis”. Having regard to the trading venue and the particular class of OTC derivative, the assessment would involve consideration of the average frequency and size of trades in the class of derivatives over a range of market conditions; the nature and lifecycle of products within the class of derivatives; the number and type of active market participants including the ratio of market participants to products or contracts traded in a given market; and the average size of the bid/ask spreads.⁵¹

In preparing draft technical standards, ESMA is required to take into consideration the anticipated impact that a trading obligation might have on the liquidity of a class of derivatives or a relevant subset thereof and the commercial activities of end users which are not financial entities.⁵²

execution of the transaction, with both sides executed simultaneously, and where the transaction is concluded at a price where the facilitator makes no profit or loss, other than a previously disclosed commission, fee or charge for the transaction”.

⁴⁷ A systematic internaliser has been defined as an investment firm ‘which on an organised, frequent and systematic’ basis deals on own account by executing client orders outside a regulated market or MTF: European Securities and Markets Authority (ESMA), *Discussion Paper: MiFID II/MiFIR, (ESMA Discussion Paper)*, May 22, 2014 at s. 3.3.

⁴⁸ MiFIR, preamble (10).

⁴⁹ MiFIR, Article 28 at s. 1.

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

⁵¹ MiFIR, Article 2(1)(17) and ESMA Discussion Paper at s. 3.6.

⁵² MiFIR, Article 32 at s. 3.

3. MARKETPLACES REGULATED UNDER REGULATION 21-101 AND REGULATION 23-101

Regulation 21-101 provides a regulatory framework to regulate the operation of “marketplaces”; Regulation 23-101 governs trading on marketplaces. Regulation 21-101 uses the term “marketplace” to describe a facility or venue on which securities – and, in some CSA jurisdictions, derivatives – can be traded, including exchanges, quotation and trade reporting systems (**QTRSs**), alternative trading systems (**ATSs**) and other types of trading systems. In general, each of these marketplaces share the following characteristics:

- (a) they constitute, maintain or provide a market or facility for bringing together buyers and sellers,
- (b) they bring together orders of multiple buyers and sellers, and
- (c) they use established, non-discretionary methods under which the orders interact with each other, and the buyers and sellers entering the orders agree to the terms of a trade.⁵³

Regulation 21-101 and Regulation 23-101 do not provide that the operator of a marketplace regulated thereunder may exercise discretion in the execution of trades on the marketplace. In contrast, customary execution methods in respect of OTC derivative instruments may involve the exercise of discretion in the execution of transactions, as described below. Furthermore, trades executed on a marketplace regulated under Regulation 21-101 must be reported to and settled through a clearing agency, whereas the OTC derivatives markets that are the subject of this paper do not necessarily impose such an obligation, and it is proposed that trades executed through a DTF would not be required to be cleared unless the derivative were of a class that had been mandated to be cleared pursuant to a clearing rule.

In the Committee’s view, the OTC derivatives market in Canada could benefit from a regulatory framework that has sufficient flexibility to accommodate the unique features of OTC derivatives trading, including discretionary execution methods.

The Committee recommends that rules be developed to introduce the DTF as a new category of trading venue, specifically intended for OTC derivatives. We propose that DTFs be subject to rules tailored specifically to the organized platform trading of OTC derivatives, and which are separate from Regulation 21-101 and Regulation 23-101. To the extent appropriate, rules governing DTFs would be consistent with comparable requirements in Regulation 21-101 and Regulation 23-101.

4. DEFINING “DERIVATIVES TRADING FACILITY”

⁵³ Except in Ontario, the term “marketplace” is defined in subsection 1.1(a) of Regulation 21-101. In Ontario, the term is defined under subsection 1(1) of the *Securities Act* (Ontario).

Having considered the regulatory context related to OTC derivatives trading platforms in the United States and Europe and the existing regulatory framework for marketplaces in Canada, we set out below the Committee's recommendation for the regulation of OTC derivatives trading facilities in Canada.

(a) Scope and key characteristics

The key characteristics of an organized trading platform that would constitute a DTF are described below.

(i) Execution

The Committee recommends that the application of the proposed DTF regulatory regime be limited to those systems and/or facilities that bring together multiple buying and selling interests leading to the execution of OTC derivatives transactions. This would not include bulletin boards and similar facilities that do not provide for the execution of transactions.

(ii) Single dealer vs. Multi-dealer

The Committee recommends that the DTF regulatory regime be aimed at regulating those platforms that are multi-dealer or that facilitate many-to-many transactions. At this time we do not propose that single-dealer or one-to-many platforms be governed under this regime.

We note that platforms that trade OTC derivatives generally fall into one of two broad categories: those with a single liquidity provider (single-dealer/one-to-many platforms) and those with multiple liquidity providers (multi-dealer platforms). One-to-many platforms are structured around a single liquidity provider that provides liquidity for all trades on a bilateral basis to one or more counterparties. Broadly speaking, one-to-many platforms resemble the direct, principal-to-principal bilateral negotiation of transactions, traditionally by telephone, which has historically been the dominant mode of transacting in OTC derivatives. In contrast, multi-dealer platforms are multilateral (i.e., multiple-to-multiple) platforms structured to facilitate the interaction of multiple buying and selling interests, as well as competitive execution systems involving firm bids and offers from multiple dealers. Examples of multi-dealer platforms include (i) an RFQ system, where a participant requests a quote from multiple dealers that have been selected by the participant, and (ii) a competitive interaction of firm bids and offers through, for instance, an order book.⁵⁴

(iii) Discretionary execution and order books

Derivatives trading platforms can also be distinguished by the degree of discretion, if any, that the operator of a platform is permitted to exercise over the execution process. In this context, discretion describes the ability of the platform operator to determine independently, among other things, when to place an order for a participant or to retract it; which participants are contacted with client RFQs; which client orders or RFQs are matched with

⁵⁴ IOSCO Trading Report at 30.

other orders or quotes; the order and timing of such matching; and how the trade is executed (e.g., by way of voice, RFQ or another execution method). Such discretion assists the facility in seeking liquidity and arranging and negotiating transactions between buying and selling interests prior to execution.⁵⁵ Trading itself may then be neither continuous nor fully electronic, which can be important for purposes of finding liquidity in products that tend to trade episodically.

In contrast, some platforms, such as those utilizing an order book, are non-discretionary. A transparent order book in its most basic form allows market participants to enter multiple bids and offers, observe bids and offers entered by other market participants, and choose to transact on such bids and offers.⁵⁶ Such systems typically incorporate pre-determined criteria governing the prioritization of and interactions between orders, so as to provide a transparent and objective basis for the continuous or periodic execution of transactions. The operator provides the same prices for the same volume of trading interest in the same market situation, irrespective of the individual participant or client.⁵⁷ The operator is in effect left out of the execution process with no discretion as to how interests may interact.⁵⁸

It is important to distinguish between the discretion that a platform operator may have in executing transactions from the discretion that participants may have. We would not consider a DTF to be providing discretionary execution merely because its participants have the ability to amend or cancel their orders or to choose their counterparties under the rules of the platform. Similarly, we would not consider actions taken by a platform operator to ensure market integrity, such as cancelling or amending erroneous or unreasonable trades according to its rules,⁵⁹ or blocking access to the platform by a “runaway” algorithm, as an exercise of discretionary execution by a DTF.

We would also not consider a DTF to be exercising discretion only by reason of the communications medium involved (e.g., voice calls). For example, a non-discretionary trading system may feature a voice-order taker employed by the DTF, who receives telephone calls and enters orders into an order book or sends out an RFQ to specific participants as instructed by the caller.⁶⁰

At this time, we have not defined a DTF to exclude platforms or facilities that engage in discretionary trading methods. This approach is consistent with the regulatory objective of

⁵⁵ As discussed below, discretion exercised solely by the participants themselves is not what is meant here. What is referred to here is the situation where a party plays an active role in brokering the deal between the two participants, such as the role typically played by an interdealer broker in contacting potential counterparties and negotiating price and volume on behalf of (a typically undisclosed) client.

⁵⁶ *Supra* note 54 at 10.

⁵⁷ Committee of European Securities Regulators (CESR), CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review – Equity Markets (CESR/10-802), 29 July 2010 (**CESR Technical Advice**) at 19.

⁵⁸ MiFIR at recital (7).

⁵⁹ Subject to appropriate conflict-of-interest rules and oversight.

⁶⁰ However, if that employee were to engage in negotiations with one or more other market participants on behalf of the market participant who placed the order, this would be indicative of a discretionary trading arrangement.

regulating all multilateral facilities for trading in OTC derivatives. The Committee is considering whether to recommend allowing a DTF operator to exercise discretion for trading in some OTC derivatives. If the Committee does recommend allowing discretion, in order to address issues such as conflicts of interest we contemplate that DTFs that employ discretionary trading methods would be subject to additional requirements similar to those that apply to a dealer. Requirements currently under consideration by the Committee include requirements to act in the best interests of a client, including best execution obligations.⁶¹ Furthermore, if the Committee does recommend allowing discretion, it may nevertheless recommend that discretion not be permitted in the execution of trades in products that have been mandated to be traded on a DTF.

(b) Proposed Definition of a DTF

(i) OTC Derivatives

OTC derivative is used in this paper in its customary sense to refer to a derivatives contract that is traded other than on a formal exchange, such as on a dealer network or directly between two parties. However, for the purposes of this paper, an OTC derivative does not cease to be an OTC derivative merely because it may be traded on an exchange. This is important because, as discussed elsewhere, the Committee anticipates that in some jurisdictions a DTF may be recognized as an exchange.

(ii) DTF

The Committee proposes to define a DTF to mean a person that constitutes, maintains, or provides a facility or market that brings together buyers and sellers of OTC derivatives, brings together the orders of multiple buyers and multiple sellers, and uses methods under which the orders interact with each other and the buyers and sellers agree to the terms of trades.

The proposed definition of a DTF is intentionally broad and would capture various multilateral execution processes and venues. However, the proposed definition is not intended to capture purely bilateral trading, nor one-to-many facilities such as single-dealer platforms. A participant providing trading services to its clients via a single-dealer platform would instead be subject to dealer registration requirements.

Similarly, the proposed definition would not capture facilities or processes where there is no actual trade execution or arranging taking place, such as bulletin boards used for advertising buying and selling interests, other entities aggregating or pooling potential buying or selling interests, electronic post-trade confirmation services, or portfolio compression, which reduces non-market risks in existing derivatives portfolios without changing the market risk of the portfolios.

⁶¹ This is discussed in more detail below in section 6, Regulatory Authorization of DTFs.

As discussed above, the Committee is considering whether to recommend allowing discretionary trade execution methods for some trading on DTFs, and the proposed DTF definition is intended to be broad enough to encompass facilities employing such methods. Should the exercise of discretion ultimately be permitted, we anticipate that a DTF that offered such discretionary execution methods would be permitted to do so as part of the same entity offering other execution methods, subject to the entity complying with appropriate conflict-of-interest rules.

It is the Committee's intention that the existing framework for the regulation of securities and futures exchanges, ATS's and QTRS's would not be impacted by the new DTF category. The Committee recommends that exchanges trading derivatives that are not OTC derivatives not be regulated as DTFs in respect of their existing or future non-OTC derivatives operations. Existing exchanges that wished to provide a platform for trading in OTC derivatives would be required to apply for authorization to offer trading in OTC derivatives.

The Committee acknowledges that some trading platforms may operate as *both* marketplaces⁶² under Regulation 21-101 and DTFs under applicable securities legislation (for instance, a platform that is both an ATS and a DTF). This may occur, for example, where an existing marketplace begins to offer trading in OTC derivatives. The Committee recommends that such hybrid marketplace-DTFs be subject to different regulatory regimes with respect to the different types of products for which they offer trading. The regulation of hybrid marketplace-DTF platforms would be addressed by CSA members on a case-by-case basis, with a view to mitigating or eliminating duplicative regulation.

Question 1: *Is the DTF category appropriately defined? If not, what changes are needed and why?*

Question 2: *Is it appropriate to permit DTF operators a degree of discretion over the execution of transactions? Why or why not? If discretion is permitted, should it be permitted only for trading in products that have not been mandated to trade on a DTF?*

5. PERMITTED EXECUTION METHODS

The Committee recommends that a DTF be permitted to use a range of multiple-to-multiple trading functionalities. Some examples of execution methods a DTF might use include the following:

- **order book** systems, typically fully automated, in which market participants can enter multiple bids and offers, observe bids and offers entered by other market participants, and choose to transact on such bids and offers. Order book systems can operate either continuously, or periodically based on the execution of orders in

⁶² Including exchanges.

batches at set intervals, and may execute trades automatically at prices determined by a prescribed methodology;

- **RFQ** systems in which participants could transmit a request for a quote on an OTC derivative to market makers in the trading system or platform, to which such market participants may respond;
- **request-for-stream** systems, whereby market makers provide continuous streaming *firm* quotes to buy and sell derivatives contracts for a predefined period of time based upon a client's interest. The client receiving such streaming quotes can "click-to-trade" when the client is prepared to execute the transaction; or
- **hybrid** systems that blend execution functionalities, including those described above (for instance, an RFQ system linked to an order book as described below), or that combine an electronic platform with an element of voice negotiation in the execution of the transaction.⁶³

These are merely examples, and the Committee expects that CSA members, upon appropriate review, could find other execution methods also acceptable.

As noted above, the Committee recommends that a DTF be permitted to use a hybrid system that blends execution functionalities. In particular, the Committee contemplates that a DTF might use an RFQ system that is linked to an order book in a manner similar to the requirements applicable to a SEF in the United States (described sur la page 21). Like on a SEF, the Committee contemplates that transactions could be executed exclusively through the RFQ system (i.e., off-order book) on the basis that pre-trade transparency would be provided by virtue of the RFQ functionality and the existence of the associated order book upon which the mandated product trades.

The Committee recommends that permitted execution methods include both systems that do and those that do not disclose counterparty identities. For instance, order book systems operating in some jurisdictions may not disclose the identity of the counterparties, while in a hybrid system participants often do not know who the other counterparty is until the negotiation of a transaction has been concluded. With RFQ systems, trading interest is initiated by a client requesting firm quotes from market makers. In some cases, the identities of both counterparties may be fully disclosed to each other in advance of execution.⁶⁴ Other RFQ systems may involve dealers and clients having pre-arranged credit limits which the

⁶³ To illustrate, some multilateral systems provide for matching of indicative quotes. However, once matching interests are identified, a broker (the operator) directs negotiation of the final terms between the parties, discretionarily asking the parties to offer specific terms and thus shaping the deal. This is a common situation with many complex derivatives and fixed income products, though it is expected that technological progress will continue to reduce the need for such operator intervention: European Capital Markets Institute, *Setting the Institutional and Regulatory Framework for Trading Platforms: Does the MiFID definition of OTF make sense?*, by Diego Valiante, ECMI Research Report No. 8, April 2012 at 5–6.

⁶⁴ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *Follow-On Analysis to the Report on Trading of OTC Derivatives*, January 2012 at 11-12.

system enforces, preserving the anonymity of both the requesting participants and the dealers who provide quotes.

As discussed above, the Committee is contemplating whether, and the extent to which, the operator of a DTF should be permitted to exercise discretion in the execution of trades. If discretion is permitted, the Committee may recommend that it be permitted only for products that are not mandated to be traded exclusively on a DTF.

Question 3: *Is the description of permitted execution methods for a DTF suitable for facilities that currently offer or plan to offer trading in OTC derivatives?*

Question 4: *Please comment on required modes of execution. Should any particular minimum trading functionality be prescribed for DTFs generally?⁶⁵*

6. REGULATORY AUTHORIZATION OF DTFs

The Committee recommends that a DTF, regardless of whether or not it offers trading in OTC derivatives that are mandated to trade exclusively on a DTF, will require an authorization from the securities regulatory authority in each jurisdiction in which it operates, or an exemption from such requirement. The Committee recommends that DTFs generally be regulated similarly to exchanges. Additionally, a DTF that exercises discretion in the execution of transactions would be subject to requirements that are similar to those applicable to derivatives dealers.

It is the Committee's intention that the features and requirements of DTFs be harmonized across the various jurisdictions in Canada. However, in some provinces a DTF may be a category of exchange, while in other provinces a DTF may be a new type of entity. In either case, as discussed above, Regulation 21-101 would not apply to DTFs, and a new regulatory framework, with such similarities to Regulation 21-101 as are appropriate, would apply.

(a) Base regulation for all DTFs

The Committee recommends that a basic level of regulation apply to all DTFs (i.e., the base level of regulation would apply to a DTF that employed only non-discretionary methods of execution, such as an order book or an RFQ system following set rules regarding routing of requests and quotes).

The Committee recommends that all DTFs be required to perform an appropriate regulatory function by, among other things, having established requirements to govern the conduct of participants on the DTF and, whether directly or indirectly through an authorized regulation services provider, monitoring compliance by participants with those requirements and appropriately disciplining participants in the event of non-compliance. The DTF's rules

⁶⁵ As contrasted with those execution methods that would be permitted for products that are mandated to trade on a DTF; see Question 29.

would be required to be designed to ensure compliance with applicable securities legislation, prevention of fraud and manipulative acts and practices, and the promotion of just and equitable principles of trade. A DTF would only be responsible to regulate activity taking place on that DTF. A DTF may also be subject to requirements relating to internal controls and systems, and such other requirements that currently apply to marketplaces as may be appropriate.

(b) DTFs exercising discretion

Additionally, the Committee recommends that a DTF that exercises discretion in the execution of transactions (as discussed above) be subject to requirements that are similar to those applicable to derivatives dealers.⁶⁶ Such a DTF would be required to retain a third-party regulation services provider to perform its regulatory function, including monitoring and enforcing the conduct of participants on the DTF—including the DTF operator itself—in light of the fact that the operator would be acting as a dealer on its own platform. Appropriate requirements addressing conflicts of interest would also apply.

The Committee recommends that a DTF exercising discretion be required to comply with relevant dealer requirements including, for example, a duty to act fairly, honestly and in good faith, proficiency requirements for individual representatives of the DTF, “know your client” and suitability obligations, account handling requirements, confidentiality of customer information, and best execution.⁶⁷ A DTF exercising discretion would also need to first inform its participants of the extent of its discretion and obtain consent from each participant of the DTF with respect to exercising discretion in its trading interactions with the participant.

Question 5: *Is the proposed regulatory framework for DTFs appropriate?*

Question 6: *Is it appropriate to impose dealer requirements on a DTF where the operator of the DTF exercises discretion in the execution of transactions? (Please explain.) If so, should such a DTF be required to register as a dealer, or should only certain dealer requirements be imposed on the DTF? (Which ones?)*

Question 7: *To address conflicts of interest, should a DTF that exercises discretion in the execution of transactions be required to exercise this functionality in a separate affiliated entity? Why or why not?*

Question 8: *What factors are relevant in defining the proposed best execution duty?*

⁶⁶ See CSA Consultation Paper 91-407 – *Derivatives: Registration*, published on April 18, 2013.

⁶⁷ Regulation 23-101 and its Policy Statement set out best execution obligations in the context of securities trading. Similar considerations may apply to trading on DTFs, as well as additional factors that may be relevant specifically to derivatives trading.

7. ORGANIZATIONAL AND GOVERNANCE REQUIREMENTS

All DTFs would be required to meet a number of basic organizational and governance requirements, including with respect to financial resources, systems, personnel, rules, monitoring, record-keeping, conflicts of interest and, where appropriate, non-discriminatory access.

Comparable to those established in Regulation 21-101 and Regulation 23-101, these requirements would include policies and procedures and, where applicable, agreements between participants and the facility, designed to define access requirements, ensure best execution,⁶⁸ ensure the integrity of market quotations and prices, clearly establish the characteristics of derivatives traded on the DTF, and require the implementation of compliance systems and oversight processes. A summary of the requirements recommended by the Committee is set out below.

(a) Access

To ensure that the rules, policies, procedures, and fees, as applicable, of a DTF do not unreasonably create barriers to access to the services provided by the DTF:

- a DTF would be required to establish written standards that are transparent and equitable for granting access to each of its services, including trade feeds to regulated clearing agencies, and keep records of (i) each grant of access, including the reasons for granting access to an applicant, and (ii) each denial or limitation of access, including the reasons for denying or limiting access to an applicant; and
- a DTF would be prohibited from unreasonably prohibiting, conditioning, or limiting access by a person to services offered by the DTF.

A DTF would be required to set fees that were fair and transparent, did not create unreasonable barriers to access and were commensurate with the services provided.

The operator of a DTF might wish to require that all trades on its facility be cleared. The Committee is considering whether it is appropriate to allow a DTF to set such a requirement. (The Committee recognizes that a DTF may offer trading in products that are not cleared at all. Therefore such a requirement, if permitted, would apply only to trades that are capable of being cleared.)

Similarly, the Committee is considering whether or not it would be appropriate to allow a DTF to tie the use of its facility to a specified clearing agency or trade repository, having regard to the number of clearing agencies and trade repositories anticipated to be operating in Canada.⁶⁹ Prohibiting such tying could enhance market participants' choice in market

⁶⁸ Supra note 67.

⁶⁹ Comparable to Regulation 21-101, s. 5.1 and proposed s. 13.2 published on April 24, 2014.

infrastructure providers; however, it could also reduce the efficiency of clearing and transaction reporting, and it may be an unreasonable burden to require a DTF to establish links with all recognized trade repositories and clearing agencies.

Finally, the Committee is considering whether to permit a DTF that exercises discretion in trade execution to determine and restrict access to its services based on the role and obligations that the operator will have in relation to its participants.⁷⁰ Possible grounds for limiting access might include factors related to client sophistication and technical capability. To prohibit a DTF that exercises execution discretion from restricting access to its services could, in the Committee's view, result in the operator of a DTF being forced to assume a dealer-client relationship in respect of a particular person even where deemed unsuitable by the DTF operator.

Question 9: *Is it appropriate to allow a DTF to require clearing of all trades on the DTF that are capable of being cleared?*

Question 10: *Is it appropriate to allow a DTF to require transactions executed on its facility to be cleared through a particular clearing agency and/or reported to a particular trade repository?*

Question 11: *Is it appropriate for a DTF that exercises discretion in trade execution to be permitted to limit access to its facility? If so, on what grounds should it be permissible?*

(b) Regulatory function and market surveillance

DTFs would be required to establish requirements to govern the conduct of their participants on the platform, and to monitor and enforce compliance with these requirements.

All DTFs would be subject to a requirement to take all reasonable steps to ensure that its operations do not interfere with fair and orderly markets. This obligation would apply both to the operation of the DTF itself and to the impact of the DTF's operations on the Canadian market as a whole.⁷¹

(i) DTFs generally

All DTFs would be expected to perform certain regulatory and surveillance functions. The Committee contemplates that a DTF that does not exercise execution discretion may perform its regulatory and surveillance functions either itself or through regulation services provider. A DTF that does exercise discretion would be required to retain an authorized third-party regulation services provider to monitor and enforce compliance with the rules of the DTF.

⁷⁰ This is comparable to the requirement in MiFID II that "OTFs should be able to determine and restrict access based inter alia on the role and obligations which they have in relation their clients": MiFID II, preamble (14).

⁷¹ Comparable to s. 5.7 of Regulation 21-101.

The Committee contemplates that these regulatory and surveillance functions would include, but may not be limited to, the following:

- personnel and system capability for real-time monitoring of all activities in the entire transaction cycle on the trading platform;
- reporting of any improper, disorderly or disruptive trading activity on its facilities, including potential manipulative or abusive transactions or behaviour, to regulators;
- systems capable of sharing information related to activities of the entire transaction cycle with regulators on real-time basis; and
- systems capable of recreating the trading environment at any point during the last seven years within a reasonable period of time.

The Committee contemplates that DTFs would be required to enforce compliance with their rules by means other than merely exclusion from the DTF (e.g., by fines). DTFs would be required to maintain sufficient resources to discipline, suspend, or expel participants that violate its rules, and to establish and impartially enforce rules governing denials, suspensions, and revocation of a participant's access privileges to the DTF.

(ii) DTFs with discretion

DTFs exercising discretion in the trade execution process would be required to retain a third-party regulation service provider to perform the functions described above, since compliance by both the participants and the operator itself—due to its dealer-like functions—would need to be monitored.

(c) Rules

A DTF would be required to establish and clearly define rules governing the operation of the DTF and the conduct of the participants on the platform, and to make such rules publicly available. Rules would be required to address:

- participant conduct for order entry and trade executions to address abusive trading practices and/or manipulations;
- emergency procedures for matters such as trading halts or disruptions;
- procedures to resolve any disputes relating to trading activity on the platform, including disputes resulting from decisions, rulings or other determinations made by platform staff; and
- if applicable, the DTF's trading protocol, including the order entry mechanism and priority sequence of any transaction matching.

DTFs would also be required to have rules and policies that are not contrary to the public interest and are designed to

- require compliance with securities legislation;
- ensure compliance with applicable legislation;
- prevent fraudulent and manipulative acts and practices;
- promote just and equitable principles of trade; and
- foster co-operation and co-ordination with persons engaged in regulating, clearing, settling, processing information with respect to, and facilitating, transactions in derivatives.⁷²

(d) Prohibition against manipulative/fraudulent trading activity

DTFs and their participants will be subject to a prohibition against engaging in, directly or indirectly, any act, practice or course of conduct relating to an OTC derivative that the person knew, or reasonably ought to have known, would (i) result in or contribute to a false or misleading appearance of trading activity in, or an artificial price for, an OTC derivative; (ii) perpetrate a fraud on any person, or (iii) be otherwise harmful to derivatives markets.

(e) Financial resources

A DTF operator would be required to demonstrate evidence of sufficient financial resources to fund the ongoing operation of the platform.

(f) Personnel

A DTF operator would be required to have sufficient qualified and competent personnel to ensure effective operation of the trading platform, including to ensure technology and system stability and conducting monitoring, and to respond to enquiries or complaints from platform participants without unreasonable delay. DTFs that have assumed responsibility for regulating conduct of their participants would be required to have sufficient qualified and competent personnel to monitor trading on their trading platform, monitor compliance with their rules and applicable legislation, investigate suspected violations and bring enforcement action where appropriate.

(g) Systems

A DTF would be subject to system requirements similar to requirements applicable to marketplaces regulated under Regulation 21-101. For example, a DTF would be required to

- develop and maintain an adequate system of internal controls over its critical systems;

⁷² Compare ss. 5.3-5.4 of Regulation 21-101.

- develop and maintain adequate information technology general controls, including for example, controls relating to information systems operations, information security, change or problem management, and network and system software support;
- at least annually engage a qualified party to conduct an independent system review and prepare a report in accordance with established audit standards for each system that supports order entry, order routing, execution, trade reporting, trade comparison, data feeds, market surveillance, if applicable, clearing, and the information security controls of its auxiliary systems;
- develop and maintain robust contingency and business continuity procedures;
- at least annually, in accordance with prudent business practice, make current and future capacity estimates for its systems and conduct capacity stress tests of its critical systems to test their ability to process information in an accurate, timely and efficient manner and further, consistent with the requirements of Regulation 21-101 and proposed changes to it, advise the regulator of the hours of operation of any testing environment provided, a description of any differences between the testing environment and the production environment and the potential impact of these differences on the testing;
- be accessible by all platform participants subject to adequate safeguards and controls, to prevent unauthorised access;
- take reasonable steps to ensure that all participants have a reasonable opportunity to access trading systems without a time delay;
- maintain appropriate documentation of the systems operation and be able to provide such documentation to regulators upon request; and
- have transparent and publicly available documentation relating to on-boarding criteria and system interface requirements.

A DTF would be subject to additional obligations including being capable of reporting transactions involving Canadian counterparties to a trade repository recognized, designated, or exempt in Canada by the applicable local regulator. Although not all transactions on a DTF would be required to be cleared, a DTF would be required to be capable of submitting all derivatives executed on its platform that were subject to mandatory clearing to a clearing agency recognized, designated, or exempt in Canada by the applicable local regulator, and fulfilling obligations placed on it by the clearing agency to ensure efficient and orderly execution of trades to be cleared, such as pre-trade credit limit verification.

In support of the trade reporting functionality described above and the record-keeping requirements described below, a DTF's systems would require

- the capability to assign a unique transaction identifier to each transaction executed on the DTF, to be used in publishing transaction information and in reporting the

transaction to a trade repository or regulator, and in processing the transaction through a clearing agency; and

- the capability to time-stamp each activity in the transaction cycle, including order entry, amendments, cancellation, execution, transmission of information for clearing, and reporting to a trade repository.

(h) Record-keeping

A DTF would be required to keep, in electronic form, books, records and other documents reasonably necessary for the proper recording of its business, including the following:

- records of each grant, denial or limitation of access, as well as the reasons therefor;
- transactional records for all orders and trades, including cancellations or amendments of orders and trades, including prices, volume, counterparties, time order received, time trade executed, etc.;
- records of all bids and offers, RFQs, and replies to RFQs, including the time they were made available on the DTF;
- market statistical records, including historical prices, volume, high, low etc.;
- system records, including descriptions of system protocols, records of changes made to order management systems and transaction matching algorithms, results of system tests, and so forth; and
- records of all messages sent to or received from platform participants, including the identity of the participant involved, the instrument, the price, the volume and the time that the message was received or sent.

Consistent with requirements for marketplaces regulated under Regulation 21-101, a DTF would be required to keep these records for at least 7 years and in an easily retrievable format for at least the first 2 years. Upon request, these records would need to be made available to regulators as soon as practicable but in any event within 10 business days.

(i) Conflicts of interest

A DTF would be expected to establish, maintain and ensure compliance with policies and procedures that identify and manage any conflicts of interest arising from the operation of the DTF or the services it provides.⁷³ Among other things, this means that a DTF would be required to have appropriate corporate governance structures, policies and procedures to address any conflicts of interest resulting from the ownership or control of the platform or its parent entity. In particular, where the platform is owned by participants in the derivatives market, regulators would expect that the platform's policies will ensure that its owners will not have a competitive advantage as a result of their ownership stake. A DTF would be expected to have appropriate structures to ensure that the interests of all market participants are considered when the platform is making decisions relating to its operations.

The operator of a DTF would be prohibited from entering into trades as principal on its own account. This addresses concerns related to the DTF's access to privileged order information and other information in the system. However, a shareholder or other owner of a DTF should be allowed to trade on the DTF for its own account, subject to appropriate conflict-of-interest rules.

(j) Disclosure by DTFs

A DTF would be required to publicly disclose, on its website, information reasonably necessary to enable a person to understand the DTF's operations and the services it provides, including but not limited to information related to fees; how orders are entered, interact and are executed; access requirements; and policies and procedures designed to identify and manage conflicts of interest arising from the operation of the DTF or the services it provides.⁷⁴

As discussed above in section 6, a DTF exercising discretion in trade execution would be required to disclose the nature and extent of that discretion.

(k) Confidential treatment of trading information

A DTF would be required to implement reasonable safeguards and procedures to protect a participant's order or trade information. Among other things, a DTF would be prohibited from releasing a participant's order or trade information to a person other than the participant, a securities regulatory authority or a regulation services provider unless the DTF participant has provided prior written consent to the release of the information; the release of information is required by applicable law; or the information has already been publicly and lawfully disclosed to another person. However, subject to certain conditions, we anticipate that a DTF would be permitted to release trading data for use in research.

⁷³ Comparable to Regulation 21-101, s. 5.11.

⁷⁴ Comparable to Regulation 21-101, s. 10.1.

Question 12: Are the proposed organizational and governance requirements for DTFs appropriate? Are there additional organizational and governance requirements that the Committee should consider?

Question 13: Is it appropriate that a DTF that does not exercise execution discretion be permitted to perform its regulatory and surveillance functions itself, or should it be required in all cases to engage a third-party regulation services provider for this purpose? Please explain.

Question 14: Do you agree with the proposal to prohibit DTF operators from entering into trades on their platforms as principals, on their own accounts? Please explain.

Question 15: How should the sufficiency of a DTF's financial resources be evaluated? Please comment on the methodology and frequency of the calculation.

8. PRE-TRADE TRANSPARENCY

Pre-trade transparency in the context of OTC derivatives refers to the extent to which participants are able to observe orders and quotations prior to transactions being executed. For market participants, pre-trade transparency improves the price formation process and allows participants to assess liquidity. Market participants need complete, timely, and accurate information about markets or products to assess the potential return and/or exposure to risk posed by a derivative. Accordingly, a lack of pre-trade transparency with respect to product characteristics or market conditions can result in an inability to properly evaluate the appropriateness of a price or value of a trade as well as the potential consequences of entering an order or quote. In most circumstances, pre-trade transparency fosters investor confidence and promotes a fair market.

On the other hand, requiring details such as trade size or size and price of quotes to be publicly disseminated in certain trading systems (for instance, an RFQ system) may disadvantage the entity seeking the quote or its potential counterparty by permitting the broader market to use that information in a way that disadvantages the entity seeking the quote or its potential counterparty. Further, pre-trade transparency information in relation to an illiquid product may not significantly assist in price formation. For example, if a market maker were required to maintain bid and ask prices for an illiquid product, the spread would likely be wider. The price posted would then not accurately reflect the available prices and one would need to call (or otherwise submit a request for quote) to establish these. Accordingly, the Committee recommends that pre-trade transparency requirements apply only to those products that are sufficiently liquid to ensure that the information is of benefit to market participants and the price formation process.

Given the significant differences between these markets and equity market structures, we expect that pre-trade transparency requirements will need to be calibrated to take into account specificities of OTC derivatives. In that regard, we note that presently liquidity providers in derivatives markets often provide liquidity on demand via RFQ systems as opposed to continuous firm quotes.

The US approach to pre-trade transparency is to (i) require SEFs to provide an order book on which market participants may make executable bids or offers which are displayed to all participants, (ii) require an RFQ to be disseminated to a minimum number of liquidity providers, and (iii) require dealers to “show” other market participants the terms of a prearranged order book trade between customers or between themselves and a customer through the 15-second rule.⁷⁵

Large notional size swap transactions that would otherwise be required to trade through a SEF or DCM (i.e., block trades) are exempted from pre-trade transparency requirements, where they meet or exceed a minimum threshold. As a result, a block trade could, for example, be pre-arranged and executed away from the SEF's order book.

In contrast to the CFTC approach of promoting pre-trade transparency, under MiFID II, the EU will require each regulated venue, including an OTF, to make public current bid and offer prices, and the depth of trading interests at those prices, for derivatives traded on its platform. An OTF must make this information available to the public on a continuous basis during normal trading hours; however, the requirement for public dissemination will not apply to hedging transactions.⁷⁶ The range of bids and offers, and the depth of trading interest at those prices, to be made public for each class of financial instrument, including derivatives, is to be specified by ESMA in forthcoming technical regulations.⁷⁷

European regulators will have discretion to waive the obligation on OTFs and other trading venues to make public certain pre-trade information for any of the following:

- (1) orders that are large in scale compared to normal market size (block trades);
- (2) actionable indications of interest in RFQ and voice trading systems that are above a threshold size, calibrated specifically to the type of instrument, which would expose liquidity providers to undue risk;
- (3) derivatives not subject to the trading obligation;⁷⁸ and
- (4) other financial instruments for which there is not a liquid market.⁷⁹

The Committee is of the view that requiring DTFs to publish pre-trade information for OTC derivatives that are not sufficiently standardized and liquid could have adverse and unintended consequences for the market and participants, including a negative impact on

⁷⁵ Pursuant to the 15-second rule, SEFs must require that brokers or dealers who have the ability to execute on a SEF's order book against a customer's order or to execute two customer orders against each other be subject to a 15-second timing delay between the entry of the two orders, such that one side of the potential transaction is disclosed and made available to other market participants before the second side of the potential transaction (whether for the trader's own account or for a second customer) is submitted for execution.

⁷⁶ Defined as “derivatives transactions of non-financial counterparties which are objectively measurable as reducing risks directly relating to the commercial activity or treasury financing activity of the non-financial counterparty or of that group”: MiFIR, Article 8 at s. 1.

⁷⁷ MiFIR, Article 9 at s. 5.

⁷⁸ I.e., the obligation to trade only on regulated markets, MTFs, OTFs, or equivalent foreign facilities.

⁷⁹ MiFIR, Article 9 at s. 1.

overall market liquidity. In the absence of a DTF-trading mandate for a particular derivative or class of derivatives, the Committee does not recommend requiring a DTF to provide a particular level of pre-trade transparency with respect to trading in that derivative. Nevertheless, if a DTF chooses to provide an execution method that inherently provides a certain degree of pre-trade transparency (for instance, a published order book),⁸⁰ the DTF would be required to provide the resulting pre-trade information in a manner that does not unreasonably prohibit, condition, or limit access by a participant or class of participants to such information. Further, the DTF will be required to report such information accurately and on a timely basis.

For trading in OTC derivatives that are subject to a DTF-trading mandate, the Committee recommends that DTFs be required to satisfy pre-trade transparency requirements, as discussed below in section 10.

Question 16: Should pre-trade transparency requirements apply to OTC derivatives that trade on DTFs but that have not been mandated to be traded on DTFs? If yes, what requirements should apply, and should any exemptions be provided?

9. POST-TRADE TRANSPARENCY

Post-trade transparency in the context of OTC derivatives refers to the dissemination of price and volume information, other than to the executing parties, on completed transactions.

Although orders and quotes may help investors decide where and when to trade, prompt post-trade transparency helps market participants determine whether quotes are reliable, to assess the quality of the markets, and to assess execution costs. Without post-trade transparency, there may be few warnings of impending market trends. Market participants cannot respond quickly to selling or buying surges because they cannot see them happening as clearly or quickly. Most importantly, post-trade transparency can help market participants assess liquidity in a given market.

In the US, SEFs are required to make public “timely information on price, trading volume, and other trading data on swaps to the extent prescribed by the Commission”. Trades are to be reported to a swap data repository “as soon as technologically practicable” after execution.⁸¹ In turn, the swap data repository must publish the information as soon as technologically practicable. Certain market information must also be made “readily available to the news media and the general public without charge, in a format that readily enables the consolidation of such data, no later than the business day following the day to which the information pertains.”

⁸⁰ Although a firm quote in response to a request for quote might be considered to be an order for the purposes of subsection 7.1(1) of Regulation 21-101, the Committee would likely not recommend that pre-trade transparency be required from DTFs in the situation where a quote is provided only to the requesting party.

⁸¹ CFTC Regulation, s. 37.900 and s. 43.3.

Under the SEF regime, block trades benefit from a delay in public dissemination of trade data. The length of the delay varies depending on the counterparty type and whether or not the swap is subject to mandatory clearing; block trade delays are subject to an initial phase-in period. For swaps subject to mandatory clearing involving at least one counterparty that is a swap dealer, the delay in the public dissemination of swap transaction data will ultimately be 15 minutes from the time of execution. The block trade rule also establishes “cap sizes” for notional and principal amounts that will mask the total actual notional size of a swap transaction if it exceeds the cap size for a given swap category. The notional size of such a trade will be reported as larger than the cap size, rather than as a particular notional amount.

The approach in the EU is very similar. Specifically, OTFs and other trading venues are required to make public the price, volume and time of transactions executed in respect of derivatives traded on an OTF or other trading venue, and to make these details public in “as close to real-time as is technically possible” and “on a reasonable commercial basis”.⁸² The information must then be made available to the public “free of charge 15 minutes after publication”.⁸³ However, regulators will be able to authorize an OTF to defer publication of this information for transactions that are (i) large in scale compared with the normal market size for the derivative, or the class of derivative, being traded (e.g. block trades); (ii) related to derivatives, or a class of derivatives, for which there is not a liquid market; or (iii) above a threshold size, calibrated specifically to the derivative or class of derivative, which would expose liquidity providers to undue risk, taking into account whether the relevant market participants are retail or wholesale investors.⁸⁴ The ESMA is to provide further information regarding the meaning of “as close to real-time as is technically possible”, and the length of delay that will be allowed for the deferred publication of post-trade information.⁸⁵

With respect to post-trade transparency, the Committee recommends that DTFs be required to report to the public transactions executed on the DTF in as close to real-time as technically feasible. The Committee is considering the best method to achieve the public dissemination of transactions on a DTF, whether by requiring a DTF to disseminate the transaction data to the public directly, or by requiring a DTF to report the transactions to a trade repository, and requiring the trade repository to disseminate the trade data to the public.⁸⁶ In either case, deferred publication of this information would be permitted in certain circumstances, such as for block trades.⁸⁷ Additionally, the Committee recommends that DTFs be required to provide certain market information, to be determined by the Committee,⁸⁸ to the general

⁸² MiFIR, Article 10, s. 1; Article 13, s. 1.

⁸³ MiFIR, Article 13, s. 1.

⁸⁴ MiFIR, Article 11, s. 1.

⁸⁵ MiFIR, Article 11, s. 4.

⁸⁶ Cf. CFTC Regulations, §43.3, Method and timing for real-time public reporting.

⁸⁷ The deferral would take place either at the DTF, before reporting the trade to the trade repository, or at the trade repository, as is the case in the US.

⁸⁸ See Question 21, below.

public at no charge on a delayed basis (e.g., the next business day). Although not required to, a DTF would not be prohibited from disseminating real-time data.⁸⁹

In addition to a DTF's public reporting obligation, and especially in the event that a DTF is permitted to fulfill its public reporting obligation by reporting trade data to a trade repository, the Committee is also considering whether a DTF should be required to disseminate all transactions on the DTF directly to all its participants, in addition to reporting the transactions to a trade repository.

Separate from the post-trade transparency requirements described above, the Committee recommends that DTFs be required to provide information relating to a trade to the participants involved in that trade, at no additional cost to those participants.

Question 17: Are the proposed post-trade transparency requirements (involving real-time trade reporting as well as public reporting of certain daily data) appropriate for DTFs?

Question 18: What is the preferred method for real-time public reporting of transactions executed on a DTF (i.e., directly by a DTF, via trade repositories, or some other method)? What are the advantages and disadvantages of the proposed options?

Question 19: When should deferred publication of trade information be permitted? Are there circumstances other than block trades?

Question 20: Assuming that deferred publication of trade information should be permitted for block trades, what criteria should be considered when determining the minimum block trade threshold size to permit deferred trade disclosure?

Question 21: What market information should a DTF be required to provide to the general public without charge, and on what schedule? Please be as specific as possible as to data elements, granularity, and schedule (compare with the US CFTC rules in 17 CFR 16.01).

Question 22: In addition to reporting trade information to a trade repository, should a DTF be required to disseminate trade information directly to all its participants, or only to the counterparties to the trade? Should there be a minimum amount of post-trade information that is disseminated to all participants, containing less detail than the information provided to the counterparties? Please specify.

⁸⁹ However, the Committee recognizes that it may not be desirable for a DTF to publish trade information *sooner* than that same information can be published by a trade repository, as this may create unintended incentives. The Committee recommends addressing this situation should the potential for it arise.

10. TRADING MANDATE

(a) Mandating OTC derivatives to be traded on an organized platform

The Committee recommends that sufficiently liquid and standardized OTC derivatives be subject to a requirement to be traded exclusively through a DTF.

At the present time, the Committee does not believe it has sufficient data with respect to liquidity levels in the OTC derivatives market in Canada to be able to assess whether the introduction of mandatory DTF trading for a particular class of OTC derivatives would be appropriate. Similarly, the Committee at present has insufficient data with respect to volume and turnover in OTC derivatives of various asset classes in Canada and the extent to which transactions in such asset classes are currently being executed electronically or on multilateral platforms. We anticipate being in a position to recommend particular OTC derivatives as suitable for mandatory DTF-trading after trade reporting and clearing obligations have been in effect for a period of time and the members of the CSA have had sufficient time to analyze the resulting data and consult with other Canadian authorities and the public. We anticipate further that such analysis will be repeated periodically, with a view to requiring additional derivatives to be traded through a DTF when conditions warrant, and possibly to removing derivatives that no longer meet the criteria for mandatory trading on a DTF.

The Committee is monitoring and will continue to monitor developments in the marketplace in respect of the trading mandate that has recently come into effect in the US for certain interest rate and credit derivatives. The Committee will closely gauge the level of adoption and the consequences, intended or otherwise, of the DTF-trading mandate on OTC derivatives markets.

In considering whether to require that a class of derivatives be traded exclusively through a DTF, the Committee proposes that regulators consider whether the class of derivative is

- subject to a clearing obligation pursuant to applicable securities legislation, which topic has been addressed by the Committee in CSA Consultation Paper 91-406 *Derivatives: OTC Central Counterparty Clearing*, published June 2012 and CSA Staff Notice 91-303 *Model Provincial Rule on Mandatory Central Counterparty Clearing of Derivatives*, published December 2013;
- sufficiently liquid to trade exclusively through a DTF, having regard to factors including the average volume, frequency and size of trades; the number and characteristics of active market participants; and the characteristics of the derivative, including degree of standardization;
- traded by a sufficient number of regularly-participating market participants to ensure that the market is competitive and not susceptible to control by a small number of participants;
- mandated to be traded on a regulated venue in other jurisdictions; and

- already trading through the facilities of a DTF and, if so, the execution method in use for that class of derivatives.

This approach aligns with the procedure in the EU for determining whether a derivative will be subject to a platform-trading mandate (discussed above in section 2). This approach is also like that adopted in the US, in that it would take into account whether an OTC derivative, or class of OTC derivative, has already been made available to trade through the facilities of a DTF.

The Committee recommends that, where a derivative has been mandated to trade exclusively on a DTF, the mandate apply to all trading activity by all market participants. It is anticipated that this would maximize the liquidity and transparency benefits from shifting trading to centralized platforms. However, the Committee would like to learn whether there are any situations in which a product that has been mandated to trade exclusively on a DTF should nevertheless be permitted to trade other than on a DTF (or other exchange that has been authorized to trade in OTC derivatives).

Question 23: Are the proposed criteria for determining whether a derivative will be subject to a DTF-trading mandate appropriate? Should other criteria be considered?

Question 24: Are there existing OTC derivatives that should be considered suitable for mandatory trading on a DTF? Are there classes of OTC derivatives for which a mandatory trading obligation would be detrimental to market participants?

Question 25: Are there any situations in which a product that has been mandated to trade exclusively on a DTF should be permitted to trade other than on a DTF? Should any category of market participants be exempt from a trading mandate?

Question 26: Should there be a formal role for DTFs in initiating the process to specify that a class of OTC derivatives is mandated to trade exclusively on a DTF, comparable to the role of SEFs in the MAT process described on page 19?

(b) Enhanced requirements where derivatives are subject to a DTF-trading mandate

The Committee is considering additional, enhanced requirements for DTFs that offer trading in a class of derivatives that is the subject of a DTF-trading mandate.

First, the Committee recommends that a DTF be required to disclose to its users accurate and timely bid and offer prices, as well as market depth at each price level, with respect to derivatives subject to a DTF-trading mandate.

However, the Committee anticipates that pre-trade transparency requirements imposed in respect of derivatives subject to a DTF-trading mandate may need to be tailored for the execution methods employed on the DTF. For instance, for trading via RFQ, the requests and quotes are only between the requester and the interrogated dealers so that, if pre-trade

transparency is to be achieved in an RFQ market, it would have to be through such measures as a requirement for an RFQ to be sent to a minimum number of unaffiliated dealers, as described below.

Pre-trade transparency requirements might also take into account transaction size, including turnover, and other relevant criteria. However, such customization may not be necessary if the range of execution methods is limited for trading in OTC derivatives subject to a DTF-trading mandate.

The Committee recommends that CSA members exempt orders and quotes from pre-trade transparency requirements (or perhaps permit modified disclosure that masks the size of the order or quote) where an order or quote is sufficiently large in scale relative to normal market conditions (specific to the instrument) such that it would expose liquidity providers to undue risk. The Committee is continuing to assess what size threshold would be appropriate for the Canadian OTC derivatives market, recognizing that what is appropriate may vary depending on the liquidity of a particular product.

In addition to an enhanced pre-trade transparency requirement for trading in derivatives subject to a DTF-trading mandate, the Committee is also considering whether to require a DTF that offers trading in a mandated product to provide a minimum order book functionality—comparable to that required of SEFs—so as to enable market participants to make executable bids and offers, and display those bids and offers to all other market participants on the DTF. The requirement for an order book would help to ensure an appropriate degree of pre-trade transparency is provided for OTC derivatives that are subject to a DTF-trading mandate.

The Committee is also considering permitting trading in OTC derivatives subject to a DTF-trading mandate to occur by way of an RFQ system in conjunction with an order book. The Committee contemplates that an acceptable level of pre-trade transparency may be provided where an RFQ is communicated to an appropriate number of unaffiliated participants, and responses to the request, together with matching bids or offers resting on the associated order book, are communicated to the requester. As on a SEF, the Committee contemplates that transactions could be executed exclusively through the RFQ system (i.e., off-order book) on the basis that pre-trade transparency would be provided by virtue of the RFQ functionality and the *existence* of a transparent order book which could encourage orders to compete with quotes.

The Committee contemplates that even if an order book, or hybrid order book and RFQ system, were required for trading in derivatives subject to a DTF-trading mandate, market participants would retain the option to pre-arrange transactions in OTC derivatives that have been mandated to trade—that is, to negotiate on a bilateral basis, separate and apart from the order book or RFQ system—provided that the order was both executed through the order book and subject to an appropriate time-delay. This requirement would be comparable to the 15-second rule applicable to order book trading on SEFs, referenced above in section 8. The underlying policy objective of the time delay is to “expose” the trade to the market prior to execution to allow the market to compete on one side of that trade.

- Question 27:** *What pre-trade transparency requirements are appropriate for OTC derivatives that have been mandated to be traded on a DTF? In particular, what precise pre-trade information should a DTF be required to publish for OTC derivatives that are subject to a DTF-trading mandate? Please be specific in terms of the execution method (e.g., order book, RFQ, etc.).*
- Question 28:** *For the purpose of exempting large orders and quotes from pre-trade transparency requirements or permitting modified disclosure, how should an appropriate size threshold be determined?*
- Question 29:** *Is it appropriate to limit trading in OTC derivatives that have been mandated to be traded on a DTF to specific permitted execution methods, e.g., an order book, or a request-for-quote system offered in conjunction with an order book? Why or why not? If so, which modes of execution should be permitted for products that are mandated to trade on a DTF? Can an appropriate level of pre-trade transparency be achieved with other methods of execution? What other factors should be considered?*
- Question 30:** *What additional requirements should apply to DTFs with respect to trading in products that have been mandated to trade on a DTF?*
- Question 31:** *Please describe any specific characteristics of the Canadian OTC derivatives markets that the Committee should consider, which might justify a divergence between Canadian rules and those in effect in the US and the EU. Please consider transparency requirements, the trading mandate, and anything else you think relevant. Please refer to specific consequences of the characteristics you identify.*

11. FOREIGN-BASED DTFs

The Committee recommends that a foreign-based DTF, such as a SEF or OTF, that provides Canadian participants with direct access⁹⁰ to their trading platforms be subject to the requirements of the proposed DTF regulatory regime. A foreign DTF would be required to be authorized, or exempted from authorization, in each local jurisdiction of Canada in which it provides a local participant with direct access. However, the Committee recommends that CSA members consider exemptions for foreign-based DTFs, on a case-by-case basis, from some or all of the requirements of the DTF regime if the foreign-based DTF is able to demonstrate that the regulation and oversight in its home jurisdiction is comparable to that which would apply under the proposed DTF regulatory regime. In such cases the Committee recommends that CSA members consider relying on the day-to-day oversight by the home regulator of the foreign-based DTF, generally limiting direct oversight to matters of

⁹⁰ In this context, “direct access” means that a participant may transmit orders and enter trades directly onto a DTF without intermediation by another participant.

particular local importance.⁹¹ The foreign-based DTF would still be subject to reporting obligations to Canadian securities regulators with respect to services provided to local participants.

⁹¹ CSA members might retain discretion to oversee such matters as fair access and compliance with Canadian market integrity requirements.

6.2.2 Publication

Aucune information.