

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Document de consultation conjoint 21-402 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières - Projet d'encadrement des plateformes de négociation de cryptoactifs

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

- Document de consultation conjoint 21-402 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières - *Projet d'encadrement des plateformes de négociation de cryptoactifs*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **15 mai 2019**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

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

Serge Boisvert
Analyste à la réglementation
Direction de l'encadrement des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Marc-Olivier St-Jacques
Analyste expert à l'encadrement des intermédiaires
Direction de l'encadrement des intermédiaires
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4424
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
marco.st-jacques@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2019



Document de consultation conjoint 21-402 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Projet d'encadrement des plateformes de négociation de cryptoactifs

Le 14 mars 2019

PARTIE 1 – Introduction et objet

L'émergence des « actifs numériques » ou « cryptoactifs » continue d'être un sujet d'intérêt croissant pour les organismes de réglementation à l'échelle mondiale. La technologie des registres distribués (la **TRD**) et les cryptoactifs sont des innovations relativement récentes qui transforment le paysage du secteur financier. L'intérêt des investisseurs, des gouvernements et des organismes de réglementation du monde entier pour les cryptoactifs a considérablement augmenté depuis la création du Bitcoin en 2008 et continue de croître. Selon une source, au début de 2018, à son apogée, la valeur totale des cryptoactifs était estimée à plus de 800 milliards de dollars américains¹. Bien que la valeur ait diminué depuis ce temps, les volumes d'opérations demeurent importants. Aujourd'hui, plus de 2 000 cryptoactifs² peuvent être négociés en contrepartie de monnaies émises par les gouvernements ou d'autres types de cryptoactifs sur plus de 200 plateformes³ qui facilitent l'achat et la vente ou le transfert de cryptoactifs (les **plateformes**). Bon nombre de ces plateformes sont exploitées à l'échelle mondiale sans aucune surveillance réglementaire.

Bien que la TRD puisse offrir des avantages, des incidents survenus partout dans le monde montrent que les cryptoactifs présentent des risques de perte et de vol plus élevés que dans le cas d'autres actifs. Des organismes de réglementation partout dans le monde examinent actuellement des questions importantes concernant la réglementation des cryptoactifs, ce qui inclut la réglementation appropriée des plateformes. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) et l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'**OCRCVM** et, collectivement avec les **ACVM**, **nous**), collaborent avec des organismes de réglementation à l'échelle mondiale, par l'intermédiaire de l'OICV et d'autres initiatives novatrices, pour obtenir des commentaires concernant diverses approches réglementaires existant dans ce domaine.

Certaines plateformes, selon leur mode de fonctionnement et les cryptoactifs qu'elles offrent à la négociation, pourraient être assujetties à la réglementation en valeurs mobilières. Les ACVM, par l'intermédiaire de leur bac à sable réglementaire⁴, sont en pourparlers avec plusieurs plateformes qui demandent des indications sur les obligations qui leur sont applicables. Des exploitants de plateformes et leurs conseillers nous ont dit directement qu'un cadre réglementaire est le bienvenu, car ils cherchent à renforcer la confiance des consommateurs et à accroître leurs activités partout au Canada et dans le monde.

¹ Voir <https://coinmarketcap.com/fr/charts/>.

² Une liste de 2 098 cryptoactifs différents figurait sur coinmarketcap.com en date du 1^{er} mars 2019. Voir : <https://coinmarketcap.com/fr/all/views/all/>.

³ Une liste de 241 plateformes figurait sur coinmarketcap.com en date du 1^{er} mars 2019. Voir : <https://coinmarketcap.com/fr/rankings/exchanges/3>.

⁴ Le bac à sable réglementaire des ACVM est une initiative des ACVM visant à soutenir les entreprises qui cherchent à offrir des produits, des services et des applications novateurs au Canada.

À l'heure actuelle, aucune plateforme n'est reconnue comme une bourse ni autorisée à exercer une activité de marché ou de courtier au Canada. Par conséquent, les ACVM ont invité les Canadiens à faire preuve de prudence lorsqu'ils acquièrent des cryptoactifs⁵.

Les plateformes facilitent l'achat et la vente de cryptoactifs et remplissent des fonctions similaires à celles des bourses, des systèmes de négociation parallèle (les **SNP**), des chambres de compensation, des dépositaires et des courtiers. Selon leur structure, elles pourraient également comporter de nouvelles caractéristiques présentant pour les investisseurs et nos marchés des capitaux des risques susceptibles de ne pas être entièrement pris en compte dans le cadre réglementaire existant. Dans les cas où la législation en valeurs mobilières s'applique aux plateformes, nous sommes à examiner un ensemble d'obligations réglementaires adaptées aux plateformes qui tiennent compte des nouvelles caractéristiques et des nouveaux risques (le **projet d'encadrement des plateformes**).

Nous nous employons à faciliter l'innovation qui profite aux investisseurs et à nos marchés des capitaux, tout en nous assurant d'avoir les outils et la compréhension nécessaires pour suivre l'évolution des marchés. Le présent document de consultation conjoint des ACVM et de l'OCRCVM (le **document de consultation**) a pour but de recueillir les commentaires des entreprises de technologie financière (les **fintechs**), des participants au marché, des investisseurs et d'autres parties prenantes sur la façon dont certaines obligations pourraient être adaptées aux plateformes qui sont exploitées au Canada et dont les activités sont soumises à la législation en valeurs mobilières. Nous entendons utiliser ces commentaires pour établir un cadre qui clarifie les obligations réglementaires incombant aux plateformes, tiennent compte des risques auxquels les investisseurs sont exposés et accroisse l'intégrité des marchés.

Dans le présent document de consultation, les investisseurs qui participent aux plateformes peuvent être appelés des **investisseurs** ou des **participants**.

PARTIE 2 – Nature des cryptoactifs et application de la législation en valeurs mobilières⁶

Les cryptoactifs diffèrent entre eux de par leurs fonctions, leurs structures, leur gouvernance et leurs droits. Certains cryptoactifs, communément appelés « jetons utilitaires », visent à permettre à leurs porteurs d'avoir accès à des biens ou à des services ou d'en acquérir au moyen d'un réseau de TRD élaboré par les créateurs des jetons. Comme il est précisé dans l'[Avis 46-307 du personnel des ACVM, Les émissions de cryptomonnaies](#) et l'[Avis 46-308 du personnel des ACVM, Incidences de la législation en valeurs mobilières sur les émissions de jetons](#), le personnel des ACVM a constaté que la plupart des émissions de jetons utilitaires constituaient un placement de titres,

⁵ Les ACVM ont publié des mises en garde à l'intention des investisseurs pour leur rappeler les [risques inhérents aux contrats à terme sur cryptoactifs](#) et [les inviter à la prudence lorsqu'ils investissent dans des cryptoactifs sur des plateformes de négociation](#).

⁶ Au sens attribué à ce terme dans le *Règlement 14-101 sur les définitions*.

habituellement un contrat d'investissement. D'autres cryptoactifs sont des titres classiques ou des dérivés prenant la forme de jetons et peuvent représenter une participation dans des actifs ou avoir une valeur fondée sur un sous-jacent. Une plateforme sur laquelle sont négociés des cryptoactifs qui constituent des titres ou des dérivés, ou les deux, serait assujettie aux obligations réglementaires applicables aux valeurs mobilières ou aux dérivés.

Nous soulignons qu'il est largement admis qu'au moins certains des cryptoactifs bien établis constituant une forme de paiement ou un moyen d'échange sur un réseau décentralisé, comme le Bitcoin, ne sont pas à l'heure actuelle, en tant que tels, des titres ou des dérivés. Ils présentent plutôt des caractéristiques analogues à celles de marchandises existantes, comme les devises et les métaux précieux.

Toutefois, la législation en valeurs mobilières pourrait néanmoins s'appliquer aux plateformes qui offrent la négociation de cryptoactifs constituant des marchandises, car le droit contractuel de l'investisseur à l'égard du cryptoactif peut constituer un titre ou un dérivé. Nous évaluons les circonstances et les faits particuliers entourant la façon dont s'effectue la négociation sur les plateformes afin de déterminer si un titre ou un dérivé pourrait ou non être en jeu. Voici quelques-uns des facteurs que nous examinons actuellement dans le cadre de cette évaluation :

- le fait que la plateforme est structurée ou non de manière que la livraison des cryptoactifs aux investisseurs soit prévue et ait lieu;
- le moment de la livraison, le cas échéant, et la question de savoir si elle a lieu dans le portefeuille d'un investisseur dont la plateforme n'a ni le contrôle ni la garde;
- le fait que les cryptoactifs des investisseurs sont mis en commun ou non avec ceux d'autres investisseurs et avec les actifs de la plateforme;
- le fait que la plateforme ou une partie liée détient ou contrôle les actifs des investisseurs;
- dans le cas où la plateforme détient ou conserve des actifs pour ses participants, la façon dont elle les utilise;
- le fait que l'investisseur peut négocier ou renouveler ou non des positions détenues par la plateforme;
- eu égard aux accords juridiques entre la plateforme et ses participants, les fonctions réelles de la plateforme et la manière dont les opérations y sont effectuées, ainsi que les réponses aux questions suivantes :
 - qui a le contrôle ou la garde des cryptoactifs;
 - qui est propriétaire en common law des cryptoactifs;
 - quels sont les droits des investisseurs en cas d'insolvabilité de la plateforme.

Question

1. Y a-t-il d'autres facteurs à prendre en considération en plus de ceux énoncés ci-dessus?

Les ACVM souhaitent rappeler aux participants au marché que quiconque offre ou vend des cryptoactifs constituant des valeurs mobilières ou des dérivés, ou des dérivés dont le sous-jacent est un cryptoactif, en fait la publicité, ou apparie des ordres les visant au Canada, ou exerce de telles activités à partir d'un établissement au Canada, est assujéti à la législation en valeurs mobilières ou sur les dérivés. En outre, comme il est mentionné ci-dessus, quoique certains cryptoactifs puissent constituer des marchandises, la législation en valeurs mobilières pourrait néanmoins s'appliquer aux plateformes offrant la négociation de tels cryptoactifs, car le droit contractuel de l'investisseur à l'égard du cryptoactif ou de la marchandise pourrait constituer un titre ou un dérivé. De plus, dans la plupart des territoires du Canada, les dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives à la fraude, à la manipulation du marché et aux déclarations trompeuses s'appliquent non seulement à la négociation de titres et de dérivés, mais également à la négociation du sous-jacent d'un dérivé (par exemple la marchandise).

Le projet d'encadrement des plateformes dont il est question dans le présent document de consultation examine la façon dont les obligations réglementaires existantes peuvent être adaptées aux plateformes et ne devrait pas être interprété comme l'acceptation par les ACVM de la possibilité que la législation en valeurs mobilières et sur les dérivés ne s'applique pas à un placement particulier visant des cryptoactifs.

PARTIE 3 – Risques liés aux plateformes

Même si les modèles opérationnels et les risques liés aux plateformes peuvent varier d'une plateforme à l'autre, les risques s'apparentent néanmoins à ceux qui sont applicables à d'autres types d'entités réglementées, comme les marchés et les courtiers. Cependant, l'introduction des cryptoactifs et les modèles opérationnels des plateformes comportent des risques différents, voire accrus dans certains cas. Les principaux risques comprennent les suivants :

- **Les cryptoactifs des investisseurs pourraient ne pas être protégés adéquatement** – De nombreuses plateformes ont le contrôle des cryptoactifs de leurs participants (par exemple, elles les conservent dans un seul compte sur le registre distribué auquel est associée la clé privée de la plateforme ou elles détiennent les clés privées de leurs participants pour le compte de ceux-ci). Il est possible que les plateformes ne soient pas dotées de procédés et de contrôles permettant de séparer les actifs des participants de leurs propres actifs et de les protéger, notamment en conservant et en protégeant les clés privées associées aux portefeuilles détenus par la plateforme. En outre, il est difficile à l'heure actuelle d'auditer les contrôles internes qui concernent la garde des actifs des participants.

- **Les politiques, les procédures et les procédés pourraient être inadéquats** – Les plateformes pourraient ne pas être dotées de politiques, de procédures et de procédés suffisants pour instaurer un système interne de contrôles et de supervision capable de gérer avec prudence les risques associés à leurs activités, notamment les risques liés à la continuité des activités, au personnel clé et à la conformité à la réglementation.
- **La faillite ou l'insolvabilité d'une plateforme pourrait mettre en péril les actifs des investisseurs** – Il se peut que les plateformes ne séparent pas les actifs des participants de leurs propres actifs et les utilisent pour financer leurs coûts d'exploitation et d'autres frais. Par conséquent, elles pourraient ne pas détenir suffisamment d'actifs pour couvrir les réclamations des investisseurs et remettre les actifs aux investisseurs en cas de faillite ou d'insolvabilité. En outre, les plateformes pourraient exercer leurs activités dans des territoires dotés de régimes limités en matière de protection des actifs et d'insolvabilité.
- **Les investisseurs pourraient ne pas disposer d'information importante sur les cryptoactifs pouvant être négociés sur la plateforme** – Chaque cryptoactif a ses propres fonctions et comporte des droits et des risques qui lui sont propres. L'information sur les cryptoactifs fournie par les plateformes pourrait ne pas être suffisante ou assez claire pour permettre aux participants de prendre des décisions d'investissement éclairées, qu'il s'agisse des normes que le cryptoactif doit respecter pour être admissible à la négociation sur la plateforme ou des difficultés que peut poser la liquidation du cryptoactif, par exemple.
- **Les investisseurs pourraient ne pas disposer d'information importante sur les activités de la plateforme** – Les plateformes pourraient ne pas fournir suffisamment d'information sur les fonctions qu'elles exécutent et sur leurs frais. Par exemple, certaines plateformes ne livrent pas de cryptoactifs à un portefeuille contrôlé par le participant, sauf si celui-ci le demande; toutefois, les participants pourraient ne pas être conscients de ce fait ou des risques associés à la garde de leurs cryptoactifs par la plateforme, notamment du risque de ne pas être en mesure d'y avoir accès.
- **Les investisseurs pourraient acheter des produits qui ne leur conviennent pas** – Les bourses et autres marchés réglementés ne communiquent pas directement avec les investisseurs individuels, et communiquent plutôt avec ces derniers par l'entremise d'intermédiaires réglementés (c'est-à-dire de courtiers inscrits). Les plateformes, au contraire, peuvent offrir aux investisseurs (y compris les investisseurs individuels) un accès direct sans intervention d'un intermédiaire réglementé qui effectue des évaluations de la connaissance du client et de la convenance au client. Par conséquent, les participants pourraient acheter des cryptoactifs, dont bon nombre sont des produits complexes, volatils et à risque élevé qui ne leur conviennent pas.
- **Les conflits d'intérêts pourraient ne pas être gérés de manière appropriée** – Il pourrait exister des conflits d'intérêts entre l'exploitant de la plateforme et les participants qui y accèdent, y compris les conflits d'intérêts inhérents au fait que la plateforme agisse en tant que teneur de marché et réalise des opérations à titre de contrepartiste, le cas échéant.
- **Des activités de négociation manipulatrices et trompeuses pourraient se produire** – Des activités de négociation manipulatrices et trompeuses pourraient se produire sur les plateformes en raison de la volatilité du marché, du manque

d'information fiable sur l'établissement des cours des cryptoactifs, du fait que des opérations peuvent y être effectuées 24 heures sur 24 et du fait que les opérations effectuées sur bon nombre de plateformes ne sont pas surveillées à l'heure actuelle.

- **L'information sur les ordres et les opérations pourrait ne pas être transparente** – L'information sur les cours ainsi que sur le volume des ordres et des opérations pourrait ne pas être accessible au public ou ne pas être suffisante pour permettre une formation efficiente des cours.
- **La résilience, l'intégrité et les contrôles de sécurité des systèmes pourraient être inadéquats** – Les plateformes présentent d'importants risques liés à la cybersécurité. La TRD est une technologie émergente et les exploitants de plateformes pourraient ne pas avoir suffisamment d'expérience ni disposer des compétences nécessaires pour assurer le bon fonctionnement des systèmes et offrir une protection adéquate contre le cybervol des investissements en cryptoactifs des participants.

Question

2. Quelles pratiques exemplaires existantes les plateformes pourraient-elles appliquer pour atténuer ces risques? Existe-t-il d'autres risques importants que nous n'avons pas signalés?

PARTIE 4 – Approches réglementaires adoptées dans d'autres territoires

Pour élaborer le projet d'encadrement des plateformes, nous avons tenu compte des approches adoptées par les autorités de réglementation en valeurs mobilières et en matière financière d'autres territoires. Nous avons constaté que, dans bon nombre de territoires, l'encadrement réglementaire existant s'appliquera aux plateformes dans ces territoires. Certains d'entre eux peuvent adapter des obligations ou accorder des dispenses. Une plateforme pourrait donc être visée par les obligations réglementaires applicables aux bourses, aux SNP (aux États-Unis ou au Canada), aux places de négociations multilatérales (en Europe) et à d'autres marchés réglementés.

Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission (la **SEC**) a publié un énoncé selon lequel la plateforme qui offre la négociation sur des titres numériques et exploite un marché doit être inscrite auprès de la SEC en tant que bourse de valeurs nationale (*national securities exchange*), inscrite auprès de la Financial Industry Regulatory Authority en tant que courtier exploitant un SNP (*broker-dealer operating an ATS*), ou être dispensée des obligations d'inscription⁷. La Commodity Futures Trading Commission (la **CFTC**) a indiqué que le Bitcoin et certains autres cryptoactifs sont pris en compte dans la définition de « marchandise » (*commodity*). Dans le contexte d'opérations sur cryptoactifs assimilés à des marchandises réalisées pour des investisseurs individuels, par exemple sur des plateformes, la CFTC a consulté les

⁷ Déclaration de la SEC intitulée « Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets » (7 mars 2018) : <https://www.sec.gov/news/public-statement/enforcement-tm-statement-potentially-unlawful-online-platforms-trading> (en anglais seulement).

participants au marché à propos de l'interprétation proposée du terme « livraison réelle » (*actual delivery*)⁸.

Dans les territoires européens, l'encadrement réglementaire prévu par la directive *Marchés d'instruments financiers* (la **directive MIF**) s'applique aux cryptoactifs qui constituent des instruments financiers. L'Autorité européenne des marchés financiers (l'**AEMF**) a récemment publié un rapport dans lequel elle donne son point de vue sur les premières émissions de cryptomonnaies et de cryptoactifs et définit les risques que présente le secteur des cryptoactifs⁹. Dans son rapport, l'AEMF indique que l'encadrement réglementaire existant s'appliquera aux cryptoactifs qui constituent des titres transférables ou d'autres types d'instruments financiers visés par la directive MIF. Elle a également fait remarquer que les exigences existantes ne tiennent pas nécessairement compte de tous les risques et qu'elles pourraient ne pas être pertinentes dans le contexte de la TRD.

À Singapour, les plateformes sur lesquelles sont négociés des cryptoactifs qui constituent des titres pourraient être des bourses approuvées (*approved exchanges*) ou des exploitants de marchés reconnus (*recognised market operators*) et, dans les deux cas, être assujetties à la réglementation de la Monetary Authority of Singapore¹⁰.

À Hong Kong, les plateformes sur lesquelles sont négociés des produits qui ne relèvent pas de la compétence de la Hong Kong Securities and Futures Commission (la **HKSFC**) peuvent demander à utiliser le bac à sable réglementaire, en particulier si elles cherchent à offrir à l'avenir la négociation sur des produits qui relèvent de la compétence de la HKSFC. La HKSFC pourra ainsi entamer une phase exploratoire au cours de laquelle elle observe les activités de la plateforme et examine l'efficacité des obligations réglementaires proposées pour les plateformes et la question de savoir s'il est opportun que la HKSFC réglemente les plateformes. S'il est décidé d'accorder un permis à la plateforme, des restrictions supplémentaires pourraient s'appliquer¹¹.

En Malaisie, l'ordonnance de 2019 intitulée *Capital Markets and Services (Prescription of Securities) (Digital Currency and Digital Token)*, qui est entrée en vigueur le 15 janvier 2019, prévoit que tous les jetons, cryptoactifs et monnaies numériques constituent des titres et sont soumis à la compétence de la Securities Commission Malaysia¹².

⁸ CFTC, *Retail Commodity Transactions Involving Virtual Currency, Proposed Interpretation*, 82 Fed. Reg. 60335 (20 décembre 2017) :

⁹ ESMA Advice – *Initial Coin Offerings and Crypto-Assets* (January 9, 2019) :

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf (en anglais seulement).

¹⁰ Monetary Authority of Singapore, *A Guide to Digital Token Offerings* (dernière version : le 30 novembre 2018) :

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20last%20updated%20on%2030%20Nov%202018.pdf> (en anglais seulement).

¹¹ HKSFC, *Conceptual framework for the potential regulation of virtual asset trading platform operators*

(1^{er} novembre 2018) :

https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/App%202020Conceptual%20framework%20for%20VA%20trading%20platform_eng.pdf (en anglais seulement).

¹² Communiqué de la Securities Commission Malaysia (14 janvier 2019) : <https://www.sc.com.my/news/media-releases-and-announcements/sc-to-regulate-offering-and-trading-of-digital-assets> (en anglais seulement).

De nombreuses autorités de réglementation en matière financière mènent de façon proactive des enquêtes sur les activités des plateformes afin de déterminer si ces activités obligent les plateformes à se conformer à leurs exigences.

Question

3. Y a-t-il ailleurs dans le monde des approches réglementaires en matière de cryptoactifs qu'il serait approprié de prendre en considération au Canada?

PARTIE 5 – Le projet d'encadrement des plateformes

5.1 Aperçu du projet d'encadrement des plateformes

Le projet d'encadrement des plateformes s'appliquera aux plateformes assujetties à la législation en valeurs mobilières et auxquelles l'encadrement réglementaire existant pourrait ne pas être adapté. Il s'appliquera à la fois aux plateformes exploitées au Canada et à celles qui ont des participants canadiens¹³.

Dans l'élaboration du projet d'encadrement des plateformes, les ACVM ont tenu compte de la nature hybride de certaines plateformes et de leur capacité à exécuter des fonctions généralement exécutées par un ou plusieurs des types suivants de participants au marché : les SNP¹⁴, les bourses¹⁵ (les bourses et les SNP sont deux types de marchés¹⁶), les courtiers, les dépositaires et les chambres de compensation. Plus particulièrement, les plateformes peuvent faire ce qui suit :

- à l'instar d'une bourse ou d'un SNP, être un marché ou un mécanisme où sont réunis et appariés les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs;
- à l'instar d'une bourse, faciliter la création ou l'« inscription à leur cote » d'un cryptoactif;

¹³ Les ACVM peuvent envisager d'accorder une dispense des obligations applicables si la plateforme est située à l'extérieur du Canada et est réglementée par une autorité de réglementation étrangère d'une manière semblable à la surveillance exercée au Canada.

¹⁴ La définition de l'expression « système de négociation parallèle » (SNP) figure à l'art. 1.1 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**) dans tous les territoires sauf l'Ontario, et au paragraphe 1(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

¹⁵ Une bourse est un marché qui peut, entre autres, inscrire les titres d'émetteurs à sa cote; fournir une garantie d'opérations dans les deux sens sur un titre sur une base continue ou raisonnablement continue; établir des règles régissant la conduite des participants au marché; ou sanctionner les participants au marché. La législation en valeurs mobilières permet aux autorités en valeurs mobilières de reconnaître les bourses ou de dispenser une bourse de la reconnaissance.

¹⁶ La définition du terme « marché » figure à l'art. 1.1 du *Règlement 21-101* dans tous les territoires sauf l'Ontario, et au paragraphe 1(1) de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario.

- à l'instar d'un SNP ou d'une bourse, déterminer les cryptoactifs qui seront admissibles à la négociation;
- à l'instar d'une bourse, offrir une garantie d'opérations dans les deux sens sur un titre et exercer des activités de réglementation;
- à l'instar d'un courtier, effectuer des examens de connaissance du client et de convenance au client afin d'autoriser des investisseurs (individuels et institutionnels) à y accéder et réaliser des opérations à titre de contrepartistes;
- à l'instar d'un courtier ou d'un dépositaire, assurer elles-mêmes la garde des actifs des investisseurs ou autrement avoir le contrôle de ces actifs;
- à l'instar d'une chambre de compensation, permettre la compensation et le règlement d'opérations.

Application des obligations relatives aux marchés

Le projet d'encadrement des plateformes est fondé sur le cadre réglementaire existant applicable aux marchés et intègre des obligations pertinentes pour les courtiers qui facilitent la négociation ou font le commerce de valeurs mobilières. Il est adapté pour tenir compte des fonctions que peut exercer chaque plateforme. En particulier, est un marché toute plateforme qui met en rapport les ordres d'acheteurs et de vendeurs de titres et qui utilise des méthodes non discrétionnaires permettant à ces ordres d'interagir.

En tant que marché, la plateforme sera assujettie aux obligations visant bon nombre des risques dont il est question à la partie 3 du document de consultation, comme celles qui sont prévues par le Règlement 21-101, le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101** et, collectivement avec le Règlement 21-101, les **règlements relatifs aux marchés**) et le *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* (le **Règlement 23-103**).

Application des obligations relatives aux courtiers

En plus des fonctions de marché, la plateforme peut également remplir des fonctions de courtier, par exemple en assurant la garde des cryptoactifs et en permettant aux investisseurs individuels d'accéder directement aux négociations. Par conséquent, le projet d'encadrement des plateformes inclura des obligations visant les risques liés à ces fonctions supplémentaires. Bon nombre de ces exigences sont déjà prévues par le cadre réglementaire applicable aux courtiers.

Certaines entités ne correspondront pas à la définition du terme « marché ». Ainsi, une entité qui effectue des opérations sur des cryptoactifs qui sont des titres mais qui les réalise toujours contre les ordres de ses participants et qui ne facilite pas les opérations entre acheteurs et vendeurs pourrait être réglementée à titre de courtier seulement et n'être donc pas assujettie aux règlements relatifs aux marchés ni au projet d'encadrement réglementaire des plateformes. Par exemple, les sociétés qui, à l'heure actuelle, sont inscrites dans la catégorie de courtier sur le marché dispensé et autorisées en vertu de la

législation en valeurs mobilières à faciliter la vente de titres, y compris les cryptoactifs, sous le régime des dispenses de prospectus en vertu du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* peuvent continuer à offrir ce service tant qu'elles ne répondent pas à la définition du terme « marché ».

Les sociétés inscrites qui lancent des produits ou des services de cryptoactifs sont tenues de signaler toute modification de leurs activités commerciales à leur autorité principale et les activités proposées peuvent faire l'objet d'un examen pour déterminer si la protection des investisseurs est adéquate.

Inscription à titre de courtier en placement et adhésion à l'OCRCVM

À l'instar des règlements relatifs aux marchés, il est prévu aux termes du projet d'encadrement réglementaire que les plateformes devront à la fois être inscrites en tant que courtiers en placement et devenir des marchés membres et des courtiers membres de l'OCRCVM (les **membres de l'OCRCVM**)¹⁷. L'OCRCVM surveille actuellement l'ensemble des courtiers en placement de même que les opérations réalisées sur les marchés de capitaux propres et les marchés de titres de créance au Canada et, par conséquent :

- il dispose d'un ensemble exhaustif de règles régissant la conduite des membres de l'OCRCVM en matière commerciale, financière et de négociation qui sont adaptées aux différents types de produits et de services offerts par les membres de l'OCRCVM;
- il dispose de programmes établis d'évaluation de la conformité aux règles de l'OCRCVM applicables aux courtiers (les **règles de l'OCRCVM applicables aux courtiers**) et aux Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) qui régissent la négociation sur un marché;
- il a l'habitude de traiter avec les courtiers et les marchés qui négocient divers titres ou dérivés et a conçu des programmes de conformité et appliqué des règles adaptées aux marchés;
- il exerce des fonctions de réglementation dans chacune des provinces du Canada.

Reconnaissance à titre de bourse

Les plateformes qui entendent exercer l'activité d'une bourse devraient communiquer avec l'autorité en valeurs mobilières compétente pour discuter de l'opportunité d'obtenir une décision de reconnaissance en tant que bourse ou, si elles offrent un accès direct aux investisseurs individuels ou réalisent des opérations à titre de contrepartistes, de la question de savoir si le projet d'encadrement des plateformes est davantage approprié pour tenir compte des risques découlant de ces activités.

¹⁷ Nous soulignons que, selon les faits et les circonstances, il pourrait ne pas être approprié d'être membre de l'OCRCVM dans tous les cas.

Obligations relatives aux dérivés

Les ACVM prévoient tenir des consultations sur l'encadrement réglementaire approprié qui s'appliquera aux marchés sur lesquels des dérivés de gré à gré sont négociés, y compris les plateformes qui offrent des dérivés exposés à un cryptoactif (par exemple une plateforme de négociation de dérivés ou un système d'exécution de swaps qui facilite les opérations sur dérivés de Bitcoin). Dans l'intervalle, si une plateforme exerce des activités de courtage de cryptoactifs pouvant être classés comme des dérivés ou si de tels cryptoactifs y sont négociés, dans la mesure où la plateforme a des fonctions ou des activités similaires à celles qui sont prévues dans le présent document de consultation, il pourrait être approprié de la soumettre à des obligations similaires à celles qui sont prévues par le projet d'encadrement des plateformes. Nous prévoyons toutefois que ces obligations pourraient devoir être adaptées de façon à refléter celles qui s'appliquent actuellement aux dérivés ou qu'il serait par ailleurs approprié d'appliquer à ces produits et à ces marchés¹⁸.

5.2.1 Le projet d'encadrement des plateformes – Principaux sujets sur lesquels porte la consultation

Le projet d'encadrement des plateformes s'appuie sur un régime réglementaire existant conçu pour une grande variété de participants au marché, mais nous reconnaissons que les obligations réglementaires actuelles, et en particulier les règlements relatifs aux marchés, ont été conçues pour les marchés sur lesquels sont négociés des titres classiques (tels que des titres de capitaux propres et des titres de créance). Les ACVM soutiennent l'innovation sur les marchés des capitaux tout en protégeant les investisseurs et en favorisant l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux. Par conséquent, nous sommes en train d'examiner un ensemble d'obligations adaptées aux activités des plateformes qui tiennent compte adéquatement des nouveaux risques qui y sont liés.

Nous sollicitons ci-après des commentaires sur un certain nombre de sujets qui nous aideront à déterminer les exigences appropriées pour les plateformes.

5.2.1 Garde et vérification des actifs

En 2018, des cryptoactifs d'une valeur de près de un milliard de dollars américains auraient été volés à des plateformes exploitées à l'échelle mondiale¹⁹. La propriété de cryptoactifs est attestée par des clés privées qui sont nécessaires à l'exécution d'opérations sur ce type d'actifs. Comme la perte ou le vol d'une clé privée peut entraîner la perte des actifs, la protection des clés privées revêt donc une importance capitale.

¹⁸ Nous aimerions également rappeler aux participants au marché les obligations relatives aux contrats à terme sur marchandises et aux contrats de change prévues par la législation en valeurs mobilières et sur les contrats à terme sur marchandises.

¹⁹ <https://www.reuters.com/article/us-crypto-currency-crime/cryptocurrency-theft-hits-nearly-1-billion-in-first-nine-months-report-idUSKCN1MK1J2> (en anglais seulement).

Selon le modèle opérationnel de nombreuses plateformes, celles-ci ont la garde des actifs de leurs participants, ce qui comprend des clés privées ou la détention des cryptoactifs par la plateforme dans son propre portefeuille muni de sa propre clé privée. Des contrôles appropriés en matière de garde doivent donc faire partie intégrante de la gestion des risques auxquels sont exposés les investisseurs. Dans la mesure où la plateforme détient les actifs des investisseurs ou en a le contrôle, il existe un risque important que ces actifs ne soient pas adéquatement pris en compte ou protégés par la plateforme. Par conséquent, la plateforme pourrait ne pas avoir suffisamment de cryptoactifs ou d'espèces pour répondre à la demande ou soit vulnérable au vol. Ce risque augmente considérablement si l'assurance est insuffisante pour couvrir le montant total du vol.

Dans notre examen du fonctionnement d'une plateforme donnée, nous évaluerons si celle-ci est dotée de politiques et de procédures de gestion des risques qui sont appropriées pour gérer et atténuer les risques de garde. Les attentes seront fondées sur le modèle opérationnel de la plateforme. Par exemple, dans le cas où les opérations exécutées sur une plateforme ne sont pas inscrites dans le registre distribué et où la plateforme consigne plutôt les changements de propriété dans son propre registre interne, nous évaluerons si la plateforme est dotée d'un système rigoureux de contrôles internes, y compris des dossiers, qui fait en sorte que les cryptoactifs d'un participant sont correctement pris en compte par la plateforme et séparés de manière appropriée des cryptoactifs appartenant à la plateforme.

Les dépositaires classiques qui détiennent des actifs pour des clients font généralement appel à un auditeur indépendant pour qu'il effectue un audit des contrôles internes du dépositaire et prépare un rapport de mission d'assurance. Il existe différents types de rapports de mission d'assurance, mais il est fréquent que les dépositaires engagent des auditeurs externes chargés de publier des rapports sur les contrôles des systèmes et des organisations tels que des rapports SOC 1²⁰ et des rapports SOC 2²¹ concernant le caractère approprié des contrôles internes relatifs à l'information financière et des contrôles portant sur la garde des actifs des investisseurs. L'auditeur publiera un rapport sur la conception des contrôles (un **rapport de type I**) et un rapport évaluant si ces contrôles fonctionnent comme prévu au cours d'une période déterminée (un **rapport de type II**). Nous prévoyons que ces rapports joueront un rôle important pour ce qui est de l'autorisation et de la surveillance de la plateforme, de la communication d'information sur les opérations, de la gestion interne des risques et de la vérification de l'existence des actifs des investisseurs. Nous prévoyons exiger des plateformes qu'elles obtiennent des rapports SOC 2 de type I et de type II concernant leur système de garde ou, si elles font appel à des dépositaires tiers, qu'elles veillent à ce que ceux-ci aient obtenu de tels rapports.

Cependant, nous comprenons qu'il s'est avéré difficile pour les dépositaires de cryptoactifs et les plateformes d'obtenir des rapports SOC 2 de type II, en partie en raison du caractère inédit des solutions de garde des cryptoactifs et de la période limitée au cours de laquelle les contrôles internes des plateformes en exploitation ont pu être mis à

²⁰ Rapport sur les contrôles d'un organisme de services pertinents pour le contrôle interne à l'égard de l'information financière d'entités participantes.

²¹ Rapport sur les contrôles d'un organisme de services pertinents pour la sécurité, l'accessibilité, l'intégrité du traitement, la confidentialité ou la protection des renseignements personnels.

l'essai. Néanmoins, nous prévoyons que les plateformes qui souhaitent s'inscrire à titre de courtiers en placement et adhérer à l'OCRCVM et qui ont l'intention d'offrir la garde de cryptoactifs devront satisfaire non seulement aux exigences existantes en matière de garde, mais aussi à d'autres normes, qui restent à déterminer, propres à la garde de cryptoactifs.

Questions

4. Quelles normes une plateforme devrait-elle adopter pour atténuer les risques liés à la protection des actifs des investisseurs? Veuillez motiver votre réponse et fournir des exemples, tant pour les plateformes dotées de leurs propres systèmes de garde que pour les plateformes faisant appel à des dépositaires tiers pour protéger les actifs de leurs participants.
5. Outre la publication des rapports SOC 2 de type I et de type II, existe-t-il d'autres moyens par lesquels les auditeurs ou d'autres parties peuvent garantir aux autorités de réglementation qu'une plateforme a mis en place des contrôles pour assurer que les cryptoactifs des investisseurs existent, qu'ils sont adéquatement séparés et protégés et que les opérations relatives à ces actifs sont vérifiables?
6. Existe-t-il des difficultés liées à la structuration d'une plateforme de manière que les cryptoactifs soient réellement livrés dans le portefeuille d'un participant? Le fait que les plateformes détiennent ou conservent des cryptoactifs pour le compte de participants entraîne-t-il des avantages pour ces participants et, dans l'affirmative, quels sont-ils?

5.2.2 Établissement des cours

L'équité et l'efficacité des marchés des capitaux sont tributaires de la formation des cours. Il est important que les renseignements sur les ordres et les opérations soient largement diffusés afin de favoriser l'efficacité de la formation des cours et de maintenir la confiance des investisseurs. Comme c'est le cas pour les marchés classiques, les plateformes devront favoriser la formation des cours des cryptoactifs offerts à la négociation. Il est important que les autorités de réglementation et les participants à la plateforme comprennent la façon dont les cours sont établis sur une plateforme. De plus, lorsque la plateforme ou un membre du même groupe qu'elle agit à titre de teneur de marché et fournit des cours, les mécanismes d'établissement de ces cours devraient être mis à la disposition des participants. En outre, lorsque la plateforme réalise des opérations contre les ordres de ses participants à titre de teneur de marché, elle devra également offrir un juste prix aux participants.

Questions

7. Quels sont les facteurs à prendre en compte aux fins de l'établissement d'un juste prix pour les cryptoactifs?
8. Existe-t-il des sources fiables d'établissement des cours permettant aux plateformes d'établir un juste prix, et aux autorités de réglementation d'évaluer si les plateformes ont respecté les obligations d'établissement d'un juste prix? Quels facteurs devraient être utilisés pour déterminer si une source d'établissement des cours est fiable?

5.2.3 Surveillance des activités de négociation

Les responsabilités réglementaires diffèrent selon les types de marchés existants. Il incombe aux bourses de surveiller le marché et les activités de négociation à la bourse et de faire appliquer les règles d'intégrité du marché. Néanmoins, toutes les bourses de valeurs existantes ont retenu les services de l'OCRCVM pour qu'il surveille les activités de négociation et fasse appliquer les règles d'intégrité du marché. En revanche, les SNP ne sont pas autorisés à surveiller le marché ni à exercer des activités d'application de la loi et doivent faire appel à un fournisseur de services de réglementation (**FSR**). L'OCRCVM agit actuellement à titre de FSR pour tous les marchés de titres de capitaux propres et de titres à revenu fixe.

Si une plateforme faisait appel à l'OCRCVM pour qu'il agisse à titre de FSR, l'OCRCVM effectuerait la surveillance du marché pour cette plateforme. Nous comprenons que certains types d'activités de négociation manipulatrices et trompeuses pouvant se produire sur les plateformes sur lesquelles sont négociés des cryptoactifs sont similaires à ceux que l'on observe sur les marchés sur lesquels sont négociés des titres classiques. Dans le cas des plateformes, la surveillance du marché présente toutefois une difficulté particulière : les cryptoactifs sont négociés à l'échelle mondiale, sur des plateformes ou non, en dehors des heures normales de négociation, et peuvent être illiquides et très volatils. Cette difficulté, associée au fait qu'il n'existe actuellement aucune source centrale pour l'établissement des cours, peut influencer le cours d'un cryptoactif négocié sur une plateforme. De plus, cette situation peut compliquer l'obtention de données de référence fiables qui permettent une surveillance efficace.

À court terme, afin que le risque d'activités potentiellement manipulatrices ou trompeuses soit atténué, nous proposons que les plateformes ne puissent pas autoriser les opérations invisibles ou les ventes à découvert ni consentir de marge à leurs participants. Nous pourrions réexaminer cette obligation une fois que nous aurons acquis une meilleure compréhension des risques découlant de la négociation de cryptoactifs sur le marché.

Certaines plateformes ont indiqué leur intention d'établir des règles et de surveiller les activités de négociation de leurs participants au marché plutôt que de faire appel à un FSR. Nous signalons que cette situation pourrait toutefois entraîner des conflits d'intérêts qui devront être réglés.

Questions

9. Est-il approprié que les plateformes établissent des règles et surveillent les activités de négociation sur leur propre marché? Dans l'affirmative, dans quels cas les plateformes devraient-elles être autorisées à prendre de telles mesures?
10. Quelles règles d'intégrité du marché devraient s'appliquer à la négociation sur des plateformes? Veuillez fournir des exemples concrets.
11. Existe-t-il des pratiques exemplaires ou des outils visant à assurer la surveillance efficace du marché des cryptoactifs? En particulier, existe-t-il des compétences, des outils ou des pouvoirs réglementaires spéciaux qui sont nécessaires à la surveillance efficace de la négociation de cryptoactifs?
12. Existe-t-il d'autres risques propres à la négociation de cryptoactifs qui nécessitent des formes de surveillance différentes de celles qui sont utilisées pour les marchés sur lesquels sont négociés des titres classiques?

5.2.4 Maintien des plans relatifs aux systèmes et à la continuité des activités

La résilience et la fiabilité des systèmes ainsi que les contrôles de sécurité sont importants pour la protection des investisseurs. Une défaillance des systèmes pourrait empêcher les investisseurs d'avoir accès à leurs cryptoactifs et influencer sur l'efficacité des marchés et la protection des investisseurs. Les marchés ont l'obligation de soumettre leurs systèmes de négociation, de surveillance et de compensation à des contrôles internes adéquats et à des contrôles adéquats en matière de technologie de l'information, ainsi que de procéder à des contrôles de la sécurité de l'information liés aux menaces à la sécurité et aux cyberattaques²². Les marchés sont également tenus de maintenir un plan de continuité des activités et un plan de reprise après sinistre pour assurer la prestation ininterrompue de services clés²³. Pour veiller à ce que les contrôles internes et technologiques auxquels ils soumettent leurs systèmes de négociation, de surveillance et de compensation soient adéquats et qu'ils fonctionnent comme prévu, les marchés doivent retenir les services d'une entité ayant une expérience pertinente tant en technologie de l'information qu'en évaluation des contrôles internes connexes pour qu'elle effectue un examen indépendant des systèmes²⁴.

Les risques liés à la technologie et à la cybersécurité sont les principaux risques qui pèsent sur les plateformes. Celles-ci devront par conséquent respecter les obligations prévues par le Règlement 21-101 qui ont trait au maintien de plans relatifs aux systèmes et à la continuité des activités applicables aux marchés existants. Une des principales différences entre les plateformes et les marchés classiques est que les participants s'exposent à un risque accru si la plateforme a la garde des cryptoactifs des investisseurs sans être dotée des contrôles internes appropriés.

²² Partie 12 du Règlement 21-101.

²³ *Ibid.*

²⁴ *Ibid.*

Dans le cours normal des activités, tous les marchés doivent faire exécuter un examen indépendant des systèmes essentiels, comme ceux qui servent à la saisie et à l'exécution des ordres ou aux données. Ces obligations visent à gérer les risques associés à l'utilisation de la technologie et à faire en sorte que des normes minimales soient maintenues. Dans certains cas, nous avons accordé des dispenses temporaires des obligations en matière d'examen indépendant, à condition que le marché ne présente pas un risque important pour les marchés des capitaux et que certains rapports et renseignements soient fournis aux autorités de réglementation.

Question

13. Dans quels cas conviendrait-il d'accorder à une plateforme une dispense de l'obligation de procéder à un examen indépendant des systèmes? Quels services devraient être inclus dans le champ d'application d'un examen indépendant ou en être exclus? Veuillez motiver votre réponse.

5.2.5 Conflits d'intérêts

Les plateformes pourraient se trouver en conflit d'intérêts, à l'instar d'autres marchés. Elles peuvent également entraîner un certain nombre de conflits qui leur sont propres. Par exemple, elles peuvent fournir des conseils à leurs participants, ce qui soulève un conflit parce que la plateforme peut fournir des conseils sur les mêmes cryptoactifs que ceux qui sont admissibles à la négociation sur la plateforme.

Un autre conflit concerne les opérations pour compte propre. Tout comme les courtiers, il est possible que certaines plateformes réalisent des opérations à titre de contrepartistes contre les ordres de leurs participants, y compris les investisseurs individuels. Il en résulte des conflits d'intérêts et un certain nombre de risques, comme le risque que les participants ne sachent pas que l'exploitant de la plateforme réalise aussi des opérations sur le marché contre les ordres des investisseurs et le risque que les investisseurs n'obtiennent pas un juste prix lorsqu'ils effectuent des opérations avec l'exploitant de la plateforme.

Afin de tenir compte de ces risques, nous envisagerons d'imposer aux plateformes l'obligation de repérer et de gérer les conflits d'intérêts potentiels, de faire savoir qu'elles réalisent des opérations contre les ordres de leurs participants, y compris à titre de teneur de marché, et d'indiquer les conflits d'intérêts connexes. La communication de cette information aidera les investisseurs à décider s'ils veulent participer à la négociation sur la plateforme. Dans la mesure où les plateformes seront tenues de devenir membres de l'OCRCVM, elles seront également soumises aux obligations prévues par les RUM qui visent à atténuer les risques associés à la réalisation d'opérations contre les ordres de leurs participants²⁵.

²⁵ Il s'agit de la RUM 5.3 *Priorité aux clients*, de la RUM 8.1 *Exécution d'ordres clients pour compte propre* et de la RUM 4.1 *Opérations en avance sur le marché*.

Questions

14. Quelle information propre aux opérations entre une plateforme et ses participants la plateforme devrait-elle communiquer à ses participants?
15. Existe-t-il des conflits d'intérêts particuliers que les plateformes pourraient ne pas être en mesure de gérer adéquatement selon les modèles d'affaires actuels ? Dans l'affirmative, comment modifier les modèles d'affaires pour gérer ces conflits de manière appropriée?

5.2.6 Assurance

Certaines plateformes ont la garde des actifs des investisseurs, ce qui les rend vulnérables aux cyberattaques et aux vols par des initiés. L'assurance constituera donc une protection importante. Les courtiers doivent maintenir contre certains risques précis des cautionnements ou des assurances qui comportent des limites d'indemnité déterminées²⁶. Cette obligation pourrait ne pas englober les risques opérationnels propres aux plateformes.

Bon nombre de plateformes sont actuellement exploitées sans que les actifs des investisseurs soient assurés. Nous soulignons qu'une plateforme pourrait éprouver beaucoup de difficulté à obtenir une assurance et devoir assumer des coûts importants à cet égard, notamment parce que les fournisseurs d'assurance de cryptoactifs sont peu nombreux et que le risque de cyberattaque est élevé. Certaines plateformes ont donc indiqué qu'elles envisageaient de souscrire une assurance n'offrant qu'une couverture limitée à l'égard de certains cryptoactifs, des cryptoactifs détenus dans des portefeuilles en ligne ou hors ligne, des pertes découlant du piratage ou des pertes découlant du vol par des initiés.

Questions

16. Quel type de couverture d'assurance (par exemple, vol, portefeuille en ligne, portefeuille hors ligne) une plateforme devrait-elle être tenue d'obtenir? Veuillez motiver votre réponse.
17. Existe-t-il des difficultés particulières à obtenir une couverture d'assurance? Veuillez motiver votre réponse.
18. Existe-t-il d'autres mesures de protection des investisseurs susceptibles d'être considérées comme équivalentes à une couverture d'assurance?

²⁶ Art. 12.3 du Règlement 31-103.

5.2.7 Compensation et règlement

Toutes les opérations exécutées sur un marché doivent être déclarées à une chambre de compensation et réglées par l'entremise de celle-ci²⁷. Une chambre de compensation réglementée améliore l'efficacité des marchés et apporte de la stabilité au système financier.

À moins d'une dispense discrétionnaire, cette obligation s'appliquerait également aux plateformes qui sont des marchés. Toutefois, il n'existe pas encore de chambre de compensation réglementée pour les cryptoactifs qui constituent des titres ou des dérivés. Comme il est indiqué ci-dessus, nous croyons savoir que sur certaines plateformes, le règlement des opérations se fait dans le registre interne de la plateforme et n'est pas inscrit dans le registre distribué. Nous sommes à déterminer s'il convient d'accorder une dispense de l'obligation de déclarer les opérations à une chambre de compensation et de les régler par l'entremise de celle-ci. Dans de telles circonstances, les plateformes seraient tout de même soumises à certaines obligations applicables aux chambres de compensation et devront par conséquent se doter de politiques, de procédures et de contrôles visant certains risques, dont le risque opérationnel ainsi que les risques de garde, de liquidité, d'investissement et de crédit²⁸. Nous prévoyons réviser ces dispenses ultérieurement, à mesure que ces activités prendront de l'ampleur et évolueront.

Certaines plateformes pourraient fonctionner selon un modèle exempt de garde (décentralisé) selon lequel les cryptoactifs constituant des titres ou des dérivés sont transférés entre les deux parties d'une opération au moyen d'un protocole de chaîne de blocs décentralisée (par exemple un contrat intelligent). Les plateformes de ce type seront tenues de mettre en place des contrôles pour tenir compte des risques opérationnel et technologique qui leur sont propres.

Questions

19. Existe-t-il d'autres modèles de compensation et de règlement des cryptoactifs négociés sur des plateformes? Quels sont les risques associés à ces modèles?
20. Quelles différences marquées, le cas échéant, y a-t-il entre les risques associés au modèle classique de compensation et de règlement et ceux qui sont associés au modèle décentralisé? Veuillez expliquer comment ces différents risques pourraient être atténués.
21. Quels autres risques non énoncés dans le présent document sont associés aux modèles de compensation et de règlement?

²⁷ Partie 13 du Règlement 21-101.

²⁸ À moins qu'elles n'y soient déjà tenues par les règles applicables aux membres de l'OCRCVM.

5.2.8 Obligations réglementaires applicables

Les plateformes qui sont des marchés sont soumises aux obligations réglementaires existantes applicables aux marchés, dont celles qui sont résumées à l'**Annexe B**. Certaines de ces obligations pourraient ne pas s'appliquer aux plateformes et d'autres pourraient devoir être adaptées pour tenir compte de risques précis.

Les plateformes peuvent assumer d'autres fonctions normalement exercées par les courtiers et les chambres de compensation. Nous étudions également de quelle manière les obligations résumées aux **Annexes C et D** pourraient s'appliquer. L'élaboration d'une réglementation à partir des encadrements réglementaires existants assurera un traitement des plateformes semblable à celui des autres marchés, mais cette réglementation comportera toutefois des obligations adaptées aux fonctions exercées par les plateformes.

Veillez noter que les Annexes B, C et D ne donnent qu'un aperçu de certaines obligations applicables aux marchés, aux courtiers et aux chambres de compensation et ne doivent donc pas être considérées comme des listes exhaustives de ces obligations.

Question

22. Quelles obligations réglementaires, tant au niveau des ACVM qu'à celui de l'OCRCVM, devraient s'appliquer aux plateformes ou être modifiées en fonction de celles-ci? Veuillez motiver votre réponse et fournir des exemples.

PARTIE 6 – Commentaires

Les ACVM ont lancé un bac à sable réglementaire afin d'appuyer les entreprises souhaitant offrir des applications, des produits et des services novateurs au Canada. Le bac à sable réglementaire des ACVM fait partie des objectifs du Plan d'affaires 2016-2019 des ACVM qui visent notamment à mieux comprendre l'incidence des innovations dans le domaine des fintechs sur les marchés des capitaux et d'évaluer l'étendue et la nature des répercussions réglementaires²⁹.

Nous invitons les personnes intéressées à présenter leurs commentaires par écrit sur les questions formulées dans le présent document de consultation. La liste complète des questions figure à l'**Annexe A**. Nous invitons également les personnes intéressées à nous faire part de tout autre commentaire sur la réglementation appropriée des plateformes. L'information fournie nous aidera à mettre au point le projet d'encadrement des plateformes et à mieux comprendre ce domaine d'innovation.

²⁹ Plan d'affaires des ACVM 2016-2019 : https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/uploadedFiles/General/pdfs_fr/Plan_d'affaires_des_ACVM_2016-2019.pdf.

Nous vous prions de soumettre vos commentaires par courriel, en format Microsoft Word, au plus tard le **15 mai 2019**. Veuillez adresser vos commentaires à l'OCRCVM et à tous les membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez **n'**envoyer vos commentaires **qu'**aux adresses suivantes, et ils seront acheminés à l'OCRCVM et aux autres membres des ACVM.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, rue du Square-Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6381
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
22nd Floor, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416 593-2318
comments@osc.gov.on.ca

OCRCVM

Victoria Pinnington

Vice-présidente principale, Réglementation des marchés

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières

Suite 2000, 121 King Street West

Toronto (Ontario) M5H 3T9

vpinnington@iiroc.ca

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 (www.lautorite.qc.ca), sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (www.osc.gov.on.ca) et sur celui de l'Alberta Securities Commission (www.albertasecurities.com). Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Les intervenants doivent préciser en quel nom ils présentent leur mémoire.

PARTIE 7 – Questions

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

<p>Serge Boisvert Analyste à la réglementation Direction de l'encadrement des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca</p>	<p>Marc-Olivier St-Jacques Analyste expert à l'encadrement des intermédiaires Direction de l'encadrement des intermédiaires Autorité des marchés financiers marco.st-jacques@lautorite.qc.ca</p>
<p>Amanda Ramkissoon Fintech Regulatory Adviser, OSC LaunchPad Commission des valeurs mobilières de l'Ontario aramkissoon@osc.gov.on.ca</p>	<p>Ruxandra Smith Senior Accountant, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario rsmith@osc.gov.on.ca</p>
<p>Timothy Baikie Senior Legal Counsel Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tbaikie@osc.gov.on.ca</p>	<p>Denise Weeres Director, New Economy Alberta Securities Commission denise.weeres@asc.ca</p>
<p>Katrina Prokopy Senior Legal Counsel, Market Regulation Alberta Securities Commission katrina.prokopy@asc.ca</p>	<p>Sasha Cekerevac Senior Analyst, Market Structure Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca</p>
<p>Dean Murrison Director, Securities Division Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan dean.murrison@gov.sk.ca</p>	<p>Zach Masum Manager, Legal Services, Capital Markets Regulation British Columbia Securities Commission zmasum@bcsc.bc.ca</p>
<p>Ami Iaria Senior Legal Counsel, Capital Markets Regulation British Columbia Securities Commission aiaria@bcsc.bc.ca</p>	<p>Peter Lamey Legal Analyst, Corporate Finance Nova Scotia Securities Commission peter.lamey@novascotia.ca</p>

Chris Besko Director, General Counsel Commission des valeurs mobilières du Manitoba chris.besko@gov.mb.ca	Wendy Morgan Directrice adjointe en matière de politiques Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick) wendy.morgan@fcnb.com
Victoria Pinnington Vice-présidente principale, Réglementation des membres OCRCVM vpinnington@iiroc.ca	Sonali GuptaBhaya Directrice de la politique de réglementation des marchés OCRCVM sguptabhaya@iiroc.ca

ANNEXE A

Questions en vue de la consultation

1. Y a-t-il d'autres facteurs à prendre en considération en plus de ceux énoncés ci-dessus?
2. Quelles pratiques exemplaires existantes les plateformes pourraient-elles appliquer pour atténuer ces risques? Existe-t-il d'autres risques importants que nous n'avons pas signalés?
3. Y a-t-il ailleurs dans le monde des orientations réglementaires en matière de cryptoactifs qu'il serait approprié de prendre en considération au Canada?
4. Quelles normes une plateforme devrait-elle adopter pour atténuer les risques liés à la protection des actifs des investisseurs? Veuillez motiver votre réponse et fournir des exemples, tant pour les plateformes dotées de leurs propres systèmes de garde que pour les plateformes faisant appel à des dépositaires tiers pour protéger les actifs de leurs participants.
5. Outre la publication des rapports SOC 2 de type I et de type II, existe-t-il d'autres moyens par lesquels les auditeurs ou d'autres parties peuvent garantir aux autorités de réglementation qu'une plateforme a mis en place des contrôles pour assurer que les cryptoactifs des investisseurs existent, qu'ils sont adéquatement séparés et protégés et que les opérations relatives à ces actifs sont vérifiables?
6. Existe-t-il des difficultés liées à la structuration d'une plateforme de manière que les cryptoactifs soient réellement livrés dans le portefeuille d'un participant? Le fait que les plateformes détiennent ou conservent des cryptoactifs pour le compte de participants entraîne-t-il des avantages pour ces participants et, dans l'affirmative, quels sont-ils?
7. Quels sont les facteurs à prendre en compte aux fins de l'établissement d'un juste prix pour les cryptoactifs?
8. Existe-t-il des sources fiables d'établissement des cours permettant aux plateformes d'établir un juste prix, et aux autorités de réglementation d'évaluer si les plateformes ont respecté les obligations d'établissement d'un juste prix? Quels facteurs devraient être utilisés pour déterminer si une source d'établissement des cours est fiable?
9. Est-il approprié que les plateformes établissent des règles et surveillent les activités de négociation sur leur propre marché? Dans l'affirmative, dans quels cas les plateformes devraient-elles être autorisées à prendre de telles mesures?

10. Quelles règles d'intégrité du marché devraient s'appliquer à la négociation sur des plateformes? Veuillez fournir des exemples concrets.
11. Existe-t-il des pratiques exemplaires ou des outils visant à assurer la surveillance efficace du marché des cryptoactifs? En particulier, existe-t-il des compétences, des outils ou des pouvoirs réglementaires spéciaux qui sont nécessaires à la surveillance efficace de la négociation de cryptoactifs?
12. Existe-t-il d'autres risques propres à la négociation de cryptoactifs qui nécessitent des formes de surveillance différentes de celles qui sont utilisées pour les marchés sur lesquels sont négociés des titres classiques?
13. Dans quels cas conviendrait-il d'accorder à une plateforme une dispense de l'obligation de procéder à un examen indépendant des systèmes? Quels services devraient être inclus dans le champ d'application d'un examen indépendant ou en être exclus? Veuillez motiver votre réponse.
14. Quelle information propre aux opérations entre une plateforme et ses participants la plateforme devrait-elle communiquer à ses participants?
15. Existe-t-il des conflits d'intérêts particuliers que les plateformes pourraient ne pas être en mesure de gérer adéquatement selon les modèles d'affaires actuels? Dans l'affirmative, comment modifier les modèles d'affaires pour gérer ces conflits de manière appropriée?
16. Quel type de couverture d'assurance (par exemple, vol, portefeuille en ligne, portefeuille hors ligne) une plateforme devrait-elle être tenue d'obtenir? Veuillez motiver votre réponse.
17. Existe-t-il des difficultés particulières à obtenir une couverture d'assurance? Veuillez motiver votre réponse.
18. Existe-t-il d'autres mesures de protection des investisseurs susceptibles d'être considérées comme équivalentes à une couverture d'assurance?
19. Existe-t-il d'autres modèles de compensation et de règlement des cryptoactifs négociés sur des plateformes? Quels sont les risques associés à ces modèles?
20. Quelles différences marquées, le cas échéant, y a-t-il entre les risques associés au modèle classique de compensation et de règlement et ceux qui sont associés au modèle décentralisé? Veuillez expliquer comment ces différents risques pourraient être atténués.
21. Quels autres risques non énoncés dans le présent document sont associés aux modèles de compensation et de règlement?

22. Quelles obligations réglementaires (résumées aux Annexes B, C et D), tant au niveau des ACVM qu'à celui de l'OCRCVM, devraient s'appliquer aux plateformes ou être modifiées en fonction de celles-ci ? Veuillez motiver votre réponse et fournir des exemples.

ANNEXE B

Résumé des obligations réglementaires applicables aux marchés

Les marchés sont soumis aux règlements relatifs aux marchés et au Règlement 23-103. Il s'agit notamment de principes généraux relatifs à l'accès aux marchés et à la négociation sur ceux-ci. Un résumé des obligations réglementaires est présenté ci-après. Veuillez noter que le présent résumé ne doit pas être considéré comme une liste exhaustive des obligations applicables aux marchés.

1. Intégrité du marché

Les règlements relatifs aux marchés et le Règlement 23-103 prévoient certaines obligations portant sur l'intégrité du marché. Par exemple, le Règlement 21-101 exige que le marché prenne toutes les mesures raisonnables pour que ses activités ne nuisent pas à l'équité et au bon fonctionnement des marchés³⁰. Le Règlement 23-101 et la législation en valeurs mobilières de certains territoires interdisent également à toute personne de se livrer à une opération si elle sait, ou devrait savoir, que l'opération entraîne une manipulation du marché ou est frauduleuse. Le Règlement 23-103 comporte par ailleurs des dispositions relatives au maintien de l'intégrité du marché dans son ensemble. Par exemple, le marché est tenu d'évaluer régulièrement ses besoins en matière de contrôles, de politiques et de procédures de gestion des risques et de surveillance, outre les contrôles des participants. Il est également tenu d'évaluer régulièrement la convenance et l'efficacité continues de ces contrôles, politiques et procédures³¹.

Les règlements relatifs aux marchés et le Règlement 23-103 établissent les principes généraux qui s'appliquent aux marchés sur lesquels sont négociés des titres au Canada. Quant aux exigences particulières applicables aux participants à un marché, elles sont incluses dans les RUIM, appliquées par l'OCRCVM.

2. Transparence des activités

Le marché est tenu de publier, sur son site Web, les modalités de saisie, d'interaction et d'exécution des ordres, les heures de fonctionnement, les droits qu'il exige (y compris les droits de facilitation et d'acheminement ainsi que toute majoration de ces droits), le cas échéant, les droits exigés par les membres du même groupe que lui, les règles d'accès, les politiques et les procédures en matière de conflits d'intérêts, et les ententes d'indication de clients conclues entre lui et des fournisseurs de services³². L'objectif de ces obligations est de veiller à ce que les participants au marché comprennent le fonctionnement du marché, de même que les risques qui y sont associés, les caractéristiques du marché et les droits exigés par celui-ci.

³⁰ Art. 5.7 du Règlement 21-101.

³¹ Chapitre 4 du Règlement 23-103.

³² Art. 10.1 du Règlement 21-101.

3. Transparence des ordres et des opérations

Sauf dans certaines circonstances, le marché doit afficher les renseignements sur les ordres et les opérations sur les titres qui y sont négociés en les fournissant à une agence de traitement de l'information³³. L'agence de traitement de l'information recueille, regroupe et diffuse les données du marché et fixe également les exigences relatives aux renseignements sur les ordres et les opérations que les marchés doivent lui fournir.

4. Transparence envers les autorités en valeurs mobilières

Le marché est tenu de fournir certains renseignements aux autorités en valeurs mobilières afin qu'elles comprennent ses activités et les risques que celles-ci présentent pour lui. Ces renseignements sont indiqués dans les annexes des fiches d'information prévues à l'Annexe 21-101A1, *Fiche d'information, Bourse ou système de cotation et de déclaration d'opérations*, et à l'Annexe 21-101A2, *Fiche d'information sur le fonctionnement du système de négociation parallèle*, pour les bourses et les SNP, respectivement, et ont trait à la gouvernance, aux activités du marché, aux conventions d'impartition, aux systèmes, à la garde, aux types de titres négociés, à la façon dont l'accès aux services est assuré et aux droits. Ces fiches d'information doivent être déposées avant le début des activités et être tenues à jour. Les modifications apportées aux renseignements contenus dans ces fiches doivent également être signalées aux autorités en valeurs mobilières, soit à l'avance, si la modification est importante, soit après sa mise en œuvre, dans le cas contraire.

En outre, le marché déclare ses activités de négociation chaque trimestre³⁴. Les rapports trimestriels sont fournis aux autorités en valeurs mobilières sous forme électronique. Les renseignements sont fournis dans le rapport établi conformément à l'Annexe 21-101A3, *Rapport d'activité trimestriel du marché*, et portent notamment sur les activités de négociation (valeur, volume et nombre d'opérations) par catégorie de titres, sur les ordres et les types d'ordres et sur les titres les plus négociés.

5. Inscription des titres à la cote

La bourse peut inscrire les titres d'un émetteur à sa cote³⁵. Elle est tenue de se conformer aux dispositions du Règlement 21-101 (et à celles de sa décision de reconnaissance) en matière d'accès équitable, qui comprennent l'obligation d'établir des normes écrites encadrant l'accès à chacun de ses services³⁶, notamment les inscriptions à la cote. Puisque la bourse impose des conditions d'inscription sous forme de règles, elle doit s'assurer que ces règles exigent le respect de la législation en valeurs mobilières³⁷ et prévoient des sanctions appropriées en cas de contravention à celles-ci³⁸.

³³ Partie 7 du Règlement 21-101 et partie 8 du Règlement 21-101 dans le cas des titres de capitaux propres et des titres à revenu fixe, respectivement.

³⁴ Partie 3 du Règlement 21-101.

³⁵ Un émetteur est inscrit à la cote d'une bourse lorsqu'il existe une entente officielle entre lui et la bourse pour que ses titres soient inscrits à la cote, et que la bourse a des conditions d'inscription et les fait respecter.

³⁶ Sous-par. a du par. 2 de l'art. 5.1 du Règlement 21-101.

³⁷ Par. a de l'art. 5.4 du Règlement 21-101.

³⁸ Par. b de l'art. 5.4 du Règlement 21-101.

6. Accès équitable

Le marché ne peut, sans motif valable, interdire à une personne l'accès à ses services ni lui imposer des limites à cet égard. Par ailleurs, il doit établir des normes écrites encadrant l'accès à chacun de ses services et tenir des dossiers sur chaque autorisation d'accès accordée ou chaque refus d'accès³⁹. Il ne peut permettre une discrimination déraisonnable entre les participants, les émetteurs et les participants au marché ni imposer à la concurrence un fardeau qui ne soit pas raisonnablement nécessaire et approprié⁴⁰. Enfin, le marché ne peut interdire à un participant au marché d'effectuer des opérations sur un marché ni lui imposer des conditions ou d'autres limites à l'égard de telles opérations⁴¹.

7. Conflits d'intérêts

Le marché doit établir, maintenir et faire respecter des politiques et des procédures conçues pour repérer et gérer les conflits d'intérêts liés à son fonctionnement ou aux services qu'il offre, et les conflits que les propriétaires du marché pourraient avoir⁴². Ces politiques doivent être publiées sur le site Web du marché.

8. Impartition

Le marché qui impartit des services ou systèmes clés à un fournisseur de services doit être doté de politiques et de procédures concernant la sélection du fournisseur, conserver l'accès aux dossiers du fournisseur, veiller à ce que les autorités en valeurs mobilières aient accès aux données maintenues par celui-ci et évaluer régulièrement la performance du fournisseur⁴³. Les obligations en matière d'impartition visent à faire en sorte que le marché conserve la responsabilité et le contrôle des services ou systèmes impartis⁴⁴.

9. Traitement confidentiel de l'information relative à la négociation

Le marché ne peut communiquer d'information sur les ordres ou les opérations de l'un de ses participants. Cette obligation protège l'historique et la stratégie de négociation de chaque participant au marché. Il existe une exception à cette obligation dans des situations limitées, à savoir lorsque les données serviront à des fins de recherche sur les marchés des capitaux et que certaines conditions sont remplies⁴⁵.

³⁹ Art. 5.1 du Règlement 21-101.

⁴⁰ Par. 3 de l'art. 5.1 du Règlement 21-101.

⁴¹ Art. 5.2 du Règlement 21-101.

⁴² Art. 5.11 du Règlement 21-101.

⁴³ Art. 5.12 du Règlement 21-101.

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ Art. 5.10 du Règlement 21-101.

10. Règles de tenue de dossiers

Le marché doit tenir, sous forme électronique, les dossiers nécessaires pour rendre compte de son activité⁴⁶.

11. Systèmes et planification de la continuité des activités

Le marché doit être doté de contrôles internes adéquats et de contrôles adéquats en matière de technologie de l'information relativement à ses systèmes de négociation, de surveillance et de compensation ainsi que des contrôles de sécurité de l'information relativement aux menaces à la sécurité et aux cyberattaques. Le marché doit également maintenir des plans de continuité des activités et de reprise après sinistre. Il doit élaborer, maintenir et mettre à l'essai des plans de continuité des activités pour assurer la prestation ininterrompue de services clés. Il doit en outre engager un tiers compétent pour effectuer un examen indépendant des systèmes afin d'évaluer s'il est doté de contrôles internes adéquats et de contrôles adéquats en matière de technologie de l'information et si ces derniers fonctionnent de la façon prévue⁴⁷.

12. Compensation et règlement

Toutes les opérations exécutées sur un marché doivent être déclarées à une chambre de compensation et réglées par l'entremise de celle-ci⁴⁸. Les participants au marché peuvent choisir la chambre de compensation qu'ils souhaiteraient utiliser pour la compensation et le règlement de leurs opérations, à la condition que celle-ci soit dûment réglementée au Canada.

⁴⁶ Partie 11 du Règlement 21-101.

⁴⁷ Partie 12 du Règlement 21-101.

⁴⁸ Partie 13 du Règlement 21-101.

ANNEXE C

Résumé des obligations réglementaires applicables aux courtiers

L'inscription est requise si une personne exerce ou se présente comme exerçant l'activité consistant à effectuer des opérations sur des titres. Nous avons généralement constaté que les plateformes agissant comme intermédiaires dans des opérations sur titres entre acheteurs et vendeurs « exercent l'activité » consistant à effectuer des opérations sur titres et sont soumises aux obligations d'inscription prévues par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* et, s'il y a lieu, les Règles des courtiers membres de l'OCRCVM et les RUIM.

Bien que les obligations particulières aux différentes catégories de courtier varient, le résumé ci-après présente les obligations de base applicables aux courtiers. Veuillez noter que le présent résumé ne doit pas être considéré comme une liste exhaustive des obligations applicables aux courtiers.

1. Compétence

Les courtiers exercent l'activité qui consiste à acheter et à vendre des titres et des dérivés pour le compte des clients et se présentent implicitement ou explicitement comme ayant un certain niveau de connaissances ou d'expertise. Par conséquent, les personnes physiques inscrites à titre de représentants de courtier sont censées posséder la scolarité, la formation et l'expérience qu'une personne raisonnable jugerait nécessaires à l'exercice de leur activité avec compétence, notamment la compréhension de la structure, des caractéristiques et des risques de chaque titre qu'elles recommandent⁴⁹.

De même, les sociétés sont tenues d'employer des personnes physiques à titre de personnes désignées responsables et de chefs de la conformité qui satisfont à certaines obligations supplémentaires en matière de formation et d'expérience et qui auront la responsabilité de promouvoir le respect de la législation en valeurs mobilières ainsi que d'établir et de surveiller des politiques et des procédures d'évaluation de la conformité de la conduite de la société et de ses représentants de courtier à la législation en valeurs mobilières⁵⁰.

2. Tenue de dossiers

Les courtiers peuvent détenir des actifs et effectuer des opérations pour le compte d'une multitude de clients. Par conséquent, il est important qu'ils tiennent des dossiers qui reflètent avec exactitude leurs activités commerciales, leurs affaires financières et les opérations de leurs clients. Ces obligations de tenue de dossiers aident les courtiers à veiller à être en mesure d'établir et de déposer de l'information financière, de déterminer

⁴⁹ Les obligations de compétence applicables aux personnes physiques inscrites travaillant pour les courtiers en placement sont énoncées dans la Règle 2900 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Compétences et formation*. Les obligations des personnes physiques inscrites travaillant pour les courtiers autres que les courtiers en placement sont énoncées dans la partie 3 du Règlement 31-103.

⁵⁰ Art. 11.2 et 11.3 du Règlement 31-103, respectivement.

l'adéquation de leur capital et de justifier de façon générale du respect de leurs obligations en vertu de la législation en valeurs mobilières, notamment en matière de capital et d'assurance⁵¹. La tenue de dossiers appropriés permet aux courtiers de documenter l'information sur leurs relations avec leurs clients et avec d'autres entités, ainsi que de déclarer à leurs clients les opérations qu'ils ont effectuées pour leur compte⁵².

3. Système de conformité

Étant donné le rôle important que jouent les courtiers inscrits auprès de leurs clients et sur les marchés des capitaux, ces derniers sont tenus d'établir, de maintenir et d'appliquer des politiques et des procédures instaurant un système de contrôles et de supervision capable de fournir l'assurance raisonnable que la société et les personnes physiques agissant pour son compte se conforment à la législation en valeurs mobilières et gèrent les risques liés à l'activité de la société conformément aux pratiques commerciales prudentes⁵³. Un système de conformité efficace comprend des contrôles internes, une surveillance quotidienne et des éléments de supervision qui sont adéquatement documentés. Ces éléments visent à assurer l'intégrité des pratiques du courtier, ainsi que la séparation appropriée des tâches et des fonctions clés, et incluent les compétences et la formation du personnel.

Dans le cadre d'un système de conformité, une société inscrite doit nommer un chef de la conformité et une personne désignée responsable. Le chef de la conformité est responsable de la surveillance, de la mise à jour et de l'examen des politiques et des procédures qui doivent faire partie du système de conformité d'une société inscrite. La personne désignée responsable promeut le respect de la législation en valeurs mobilières et donne le ton relativement à la conformité à l'échelle de l'entreprise. Les courtiers en placement sont également tenus de nommer un chef des finances.

4. Situation financière et obligations en matière de capital

Les courtiers peuvent avoir accès aux actifs d'une multitude de clients, et l'insolvabilité d'un courtier pourrait avoir de graves répercussions sur les clients et la confiance envers les marchés des capitaux. Par conséquent, les sociétés sont assujetties à des obligations financières continues⁵⁴.

Les sociétés inscrites sont tenues de calculer leur capital réglementaire pour s'assurer qu'il n'est pas inférieur à zéro. Le capital minimum du courtier sur le marché dispensé et du courtier d'exercice restreint est de 50 000 \$ (à moins qu'un autre minimum ne soit

⁵¹ Art. 11.5 du Règlement 31-103.

⁵² Art. 14.12 et 14.14 du Règlement 31-103.

⁵³ Art. 11.1 du Règlement 31-103.

⁵⁴ Les obligations financières des courtiers en placement sont énoncées dans la Règle 17 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Capital minimum, conduite des affaires et assurances des courtiers* et dans le formulaire 1 de l'OCRCVM. Les obligations financières des courtiers autres que les courtiers en placement sont énoncées à l'art. 12.1 du Règlement 31-103.

imposé). Les courtiers en placement doivent maintenir un capital régularisé en fonction du risque, calculé conformément aux exigences de l'OCRCVM, supérieur à zéro⁵⁵.

5. Assurance

En raison de l'importance que leur situation financière revêt pour leurs clients et les marchés des capitaux, les courtiers inscrits doivent également maintenir un cautionnement ou une assurance qui contient certaines clauses et couvertures particulières. Le montant de la couverture d'assurance dépend de la catégorie de courtier concerné⁵⁶.

6. Information financière

Les autorités en valeurs mobilières surveillent la situation financière des sociétés inscrites en les obligeant à établir et à leur remettre de l'information financière annuelle et intermédiaire ainsi qu'à respecter les exigences prévues par la Règle 16 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Vérificateurs des courtiers membres et rapports financiers*.

7. Connaissance du client et convenance au client

Les obligations de connaissance du client et de convenance au client exigent des courtiers qu'ils recueillent des renseignements pour établir l'identité de leurs clients ainsi que pour comprendre leurs besoins et objectifs de placement, leur situation financière globale et leur tolérance au risque, et qu'ils prennent ensuite des mesures raisonnables pour utiliser ces renseignements afin de s'assurer que l'opération proposée convient au client. Afin de procéder à cette évaluation de la convenance, le courtier doit également comprendre les caractéristiques et les risques du titre ou du dérivé devant faire l'objet de l'opération (l'obligation relative à la connaissance du produit)⁵⁷. De plus, les courtiers sont soumis à des obligations distinctes et précises en vertu de la *Loi sur le recyclage des produits de la criminalité et le financement des activités terroristes* et de ses règlements d'application, notamment l'obligation de vérifier l'identité des clients dans le cas de certaines activités et de certaines opérations.

8. Conflits d'intérêts

Les courtiers sont confrontés à de nombreux conflits potentiels entre leurs intérêts et ceux de leurs clients. Par conséquent, la législation en valeurs mobilières exige que le courtier prenne des mesures raisonnables pour relever les conflits d'intérêts existants et pouvant exister entre lui-même et ses clients. Entre autres obligations, le courtier doit repérer les conflits d'intérêts qui devraient être évités et traiter de façon appropriée les

⁵⁵ Section 1 de la partie 12 du Règlement 31-103.

⁵⁶ Les obligations en matière d'assurance des courtiers autres que les courtiers en placement sont énoncées à l'art. 12.3 du Règlement 31-103. Celles des courtiers en placement sont énoncées dans la Règle 400 – *Assurance* de l'OCRCVM.

⁵⁷ Les obligations relatives à la convenance au client applicables aux courtiers autres que les courtiers en placement sont énoncées à la partie 13 du Règlement 31-103. Celles des courtiers en placement sont énoncées dans la Règle 1300 – *Contrôle des comptes* de l'OCRCVM.

autres en fonction du niveau de risque présenté par chaque conflit (par exemple en contrôlant le conflit d'intérêts ou en communiquant de l'information à son sujet)⁵⁸.

9. Garde

Comme les courtiers peuvent avoir accès aux actifs des clients, il existe un certain nombre d'obligations et d'interdictions concernant la garde des fonds et des titres des clients. Les courtiers en placement, en tant que membres de l'OCRCVM, doivent se conformer aux exigences de l'OCRCVM en matière de garde⁵⁹. Selon l'endroit où ces actifs sont détenus, les courtiers en placement pourraient devoir fournir des capitaux supplémentaires pour tenir compte du risque accru⁶⁰. Les courtiers sur le marché dispensé doivent se conformer aux dispositions du Règlement 31-103 en matière de détention des fonds et des titres des clients, qui leur interdit de détenir les actifs des clients et d'agir eux-mêmes à titre de dépositaires⁶¹. Les actifs des clients des courtiers sur le marché dispensé sont normalement détenus par un dépositaire qui est une entité juridique distincte.

10. Meilleure exécution et établissement du juste prix

Les courtiers en placement doivent établir, maintenir et respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour réaliser la meilleure exécution lorsqu'ils agissent pour le compte d'un client⁶². Ce qui constitue la « meilleure exécution » varie selon les circonstances particulières et, dans le cas des opérations exécutées de gré à gré, telles que les opérations sur des titres à revenu fixe, on s'attend à ce que les courtiers soient dotés de politiques et de procédures assurant que le prix des titres offerts à leurs clients est juste et raisonnable, tant en ce qui concerne l'établissement du cours des opérations pour compte propre que les commissions pouvant leur être facturées par les courtiers.

11. Traitement des plaintes

Les courtiers sont tenus de documenter les plaintes et de les traiter de manière efficace et équitable. Ces procédures devraient comprendre un suivi des plaintes, afin de permettre la détection de plaintes fréquentes et répétitives concernant la même question, car leur accumulation pourrait indiquer un problème sérieux. Les sociétés inscrites doivent être membres de l'Ombudsman des services bancaires et d'investissement⁶³, sauf au Québec, où le service de règlement des différends est administré par l'Autorité des marchés financiers.

⁵⁸ Art. 13.4 du Règlement 31-103.

⁵⁹ Règle 2000 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Exigences de dépôt des titres*, Règle 17 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Capital minimum, conduite des affaires et assurances des courtiers* et Règle 2600 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Énoncés de principe relatifs au contrôle interne*.

⁶⁰ Formulaire 1 de l'OCRCVM – *Directives générales et définitions* – h) « lieux agréés de dépôt de titres ».

⁶¹ Art. 14.5.2 du Règlement 31-103.

⁶² Règle 3300 des courtiers membres de l'OCRCVM – *Meilleure exécution des ordres clients*.

⁶³ Section 5 de la partie 13 du Règlement 31-103.

ANNEXE D

Obligations applicables aux chambres de compensation

Aux termes de la législation en valeurs mobilières, l'expression « chambre de compensation » s'entend d'une personne dont les activités consistent notamment à fournir un mécanisme centralisé de compensation et de règlement d'opérations sur titres ou, dans certains territoires, sur dérivés.

Le *Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation* (le **Règlement 24-102**) énonce certaines obligations relatives aux formalités de demande de reconnaissance à titre de chambre de compensation ou de dispense d'une telle reconnaissance. Veuillez noter que le présent résumé ne doit pas être considéré comme une liste exhaustive des obligations applicables aux chambres de compensation.

Le *Règlement 24-102* énonce également les obligations continues applicables aux chambres de compensation reconnues. Ces obligations prévoient notamment que les chambres de compensation doivent respecter, voire surpasser, les principes applicables énoncés dans le rapport intitulé *Principes pour les infrastructures de marchés financiers* qui a été publié en avril 2012 par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (les **PIMF**). Les PIMF couvrent tous les domaines associés aux activités exercées par les chambres de compensation, à savoir les risques systémique, juridique, de crédit, de liquidité, d'activité, de garde, d'investissement et opérationnel. Les chambres de compensation doivent respecter les conditions suivantes :

- avoir des règles et des procédures appropriées sur la façon dont les opérations sont compensées et réglées, y compris lorsque le règlement est définitif;
- réduire au minimum et contrôler leurs risques de crédit et de liquidité;
- avoir des règles indiquant clairement leurs obligations concernant la livraison des titres négociés;
- repérer, surveiller et gérer les risques et les coûts associés à la livraison de cryptoactifs, y compris le risque de perte de ces cryptoactifs.



**Joint Canadian Securities Administrators/Investment Industry
Regulatory Organization of Canada**
Consultation Paper 21-402
Proposed Framework for Crypto-Asset Trading Platforms

March 14, 2019

PART 1 – Introduction and purpose

The emergence of “digital assets” or “crypto assets” continues to be a growing area of interest for regulators globally. Innovations like distributed ledger technology (**DLT**) and crypto assets are relatively new and are transforming the landscape of the financial industry. Interest in crypto assets among investors, governments and regulators globally has increased significantly since the creation of bitcoin in 2008 and continues to grow. Early in 2018, at its peak, the total value of crypto assets was estimated, by one source, at more than US\$800 billion.¹ While the value has since fallen, trading volumes remain significant. Today, there are over 2000 crypto assets² that may be traded for government-issued currencies or other types of crypto assets on over 200 platforms³ that facilitate the buying and selling or transferring of crypto assets (**Platforms**). Many of these Platforms operate globally and without any regulatory oversight.

Although DLT may provide benefits, global incidents point to crypto assets having heightened risks related to loss and theft as compared to other assets. Regulators around the world are currently considering important issues surrounding the regulation of crypto assets including the appropriate regulation of Platforms. The Canadian Securities Administrators (the **CSA**) and the Investment Industry Regulatory Organization of Canada (**IIROC**, and together with the CSA, **we**), have been engaged with regulators globally, through IOSCO and other innovation initiatives, to seek input on a variety of regulatory approaches that exist in this area.

Platforms, depending on how they operate and the crypto assets they make available for trading may be subject to securities regulation. The CSA, through its Regulatory Sandbox⁴, is in discussions with several Platforms that are seeking guidance on the requirements that apply to them. We have heard directly from Platform operators and their advisers that a regulatory framework is welcome, as they seek to build consumer confidence and expand their businesses across Canada and globally.

Currently there are no Platforms recognized as an exchange or otherwise authorized to operate as a marketplace or dealer in Canada. As such, the CSA has urged Canadians to be cautious when buying crypto assets.⁵

Platforms facilitate the buying and selling of crypto assets and perform functions similar to one or more of exchanges, alternative trading systems (**ATSS**), clearing agencies, custodians and dealers. Depending on their structure, they may also introduce novel features which create risks to investors and our capital markets that may not be fully addressed by the existing regulatory framework. Where securities legislation applies to Platforms we are considering a set of tailored regulatory requirements for them to address the novel features and risks (the **Proposed Platform Framework**).

¹ <https://coinmarketcap.com/charts/>.

² Coinmarketcap.com listed 2098 different crypto assets as of March 1, 2019. See: <https://coinmarketcap.com/all/views/all/>.

³ Coinmarketcap.com listed 241 Platforms as of March 1, 2019. See: <https://coinmarketcap.com/rankings/exchanges/3>.

⁴ The CSA Regulatory Sandbox is an initiative of the CSA to support businesses seeking to offer innovative products, services and applications in Canada.

⁵ The CSA has previously issued investor alerts reminding investors of the [inherent risks associated with crypto asset futures contracts](#) and [the need for caution when investing with crypto asset trading platforms](#).

We endeavor to facilitate innovation that benefits investors and our capital markets, while ensuring that we have the appropriate tools and understanding to keep pace with evolving markets. The purpose of this joint CSA/IIROC Consultation Paper (the **Consultation Paper**) is to seek feedback from the financial technology (**fintech**) community, market participants, investors and other stakeholders on how requirements may be tailored for Platforms operating in Canada whose operations engage securities law. We intend to use this feedback to establish a framework that provides regulatory clarity to Platforms, addresses risks to investors and creates greater market integrity.

Throughout the Consultation Paper, investors participating on Platforms may be referred to as either **investors** or **participants**.

PART 2 – Nature of crypto assets and application of securities legislation⁶

Crypto assets differ in their functions, structures, governance and rights. Some crypto assets, commonly referred to as “utility tokens”, are created to allow holders to access or purchase goods or services on a DLT network being developed by the creators of the token. As set out in [CSA Staff Notice 46-307 *Cryptocurrency Offerings*](#) and [CSA Staff Notice 46-308 *Securities Law Implications for Offerings of Tokens*](#), staff of the CSA have found that most of the offerings of utility tokens have involved a distribution of securities, usually as investment contracts. Other crypto assets are tokenized forms of traditional securities or derivatives and may represent an interest in assets or have their value may be based on an underlying interest. If crypto assets that are securities and/or derivatives are traded on a Platform, the Platform would be subject to securities and/or derivatives regulatory requirements.

We note that it is widely accepted that at least some of the well established crypto assets that function as a form of payment or means of exchange on a decentralized network, such as bitcoin, are not currently in and of themselves, securities or derivatives. Instead, they have certain features that are analogous to existing commodities such as currencies and precious metals.

However, securities legislation may still apply to Platforms that offer trading of crypto assets that are commodities, because the investor’s contractual right to the crypto asset may constitute a security or derivative. We are evaluating the specific facts and circumstances of how trading occurs on Platforms to assess whether or not a security or derivative may be involved. Some of the factors we are currently considering in this evaluation include:

- whether the Platform is structured so that there is intended to be and is delivery of crypto assets to investors,
- if there is delivery, when that occurs, and whether it is to an investor’s wallet over which the Platform does not have control or custody,
- whether investors’ crypto assets are pooled together with those of other investors and with the assets of the Platform,
- whether the Platform or a related party holds or controls the investors’ assets,

⁶ As defined in *Regulation 14-101 respecting Definitions*.

- if the Platform holds or stores assets for its participants, how the Platform makes use of those assets,
- whether the investor can trade, or rollover positions held by the Platform, and
- having regard to the legal arrangements between the Platform and its participants, the actual functions of the Platform and the manner in which transactions occur on it
 - who has control or custody of crypto assets,
 - who the legal owner of such crypto assets is, and
 - what rights investors will have in the event of the Platform's insolvency.

Consultation question

1. Are there factors in addition to those noted above that we should consider?

The CSA wishes to remind market participants that any person advertising, offering, selling or otherwise trading or matching trades in crypto assets that are securities or derivatives, or derivatives that are based on crypto assets to persons in Canada, or conducting such activities from a place of business in Canada is subject to securities legislation in Canada. Further, as noted above, although some crypto assets may be commodities, securities legislation may still apply to Platforms that offer trading of such crypto assets because the investor's contractual right to the crypto asset/commodity may constitute a security or derivative. Further, in most jurisdictions in Canada, the provisions of securities legislation relating to fraud, market manipulation and misleading statements apply not just to the trading of securities and derivatives but also to trading of the underlying interest of a derivative (e.g. the commodity).

The Proposed Platform Framework referred to in this Consultation Paper considers how existing regulatory requirements may be tailored for Platforms and should not be construed as acceptance by the CSA that securities and/or derivatives legislation may not apply to any particular offering involving crypto assets.

PART 3 – Risks related to Platforms

The operational models and the risks related to Platforms may vary from one platform to another; however, the risks are not entirely different than those applicable to other types of regulated entities such as marketplaces and dealers. The introduction of crypto assets and the operational models of Platforms, however, raise different and in some cases heightened, areas of risk. Key areas of risk include:

- **Investors' crypto assets may not be adequately safeguarded** – Many Platforms have control of their participants' crypto assets (e.g. they keep participants' crypto assets in a single account on the distributed ledger under the Platform's private key or the Platform holds its participants' private keys on their behalf). Platforms may not have necessary processes and controls in place to segregate participants' assets from their own and to safeguard those assets, including maintaining and safeguarding any private keys associated with wallets held by the Platform. There are also current challenges associated with auditing the internal controls surrounding custody of participants' assets.

- **Processes, policies and procedures may be inadequate** – Platforms may not have sufficient processes, policies and procedures in place to establish an internal system of controls and supervision sufficient to prudently manage the risks associated with their business, including business continuity risks, key personnel risks and regulatory compliance risks.
- **Investors' assets may be at risk in the event of a Platform's bankruptcy or insolvency** – Platforms may not segregate participants' assets from their own or may use participants' assets to fund operating costs and other expenses. As a result, Platforms may not hold sufficient assets to cover investor claims and return investors' assets in the event of bankruptcy or insolvency. In addition, Platforms may operate in jurisdictions that have limited asset protection and insolvency regimes.
- **Investors may not have important information about the crypto assets that are available for trading on the Platform** – Each crypto asset has its own functions, associated rights and risks. Platforms may not provide sufficient or clear information about the crypto assets for participants to make informed investment decisions. Examples of information may include the standards that the crypto asset had to meet before being admitted for trading on the Platform and any potential difficulties in liquidating the crypto asset.
- **Investors may not have important information about the Platform's operations** – Platforms may not provide sufficient information about the functions they perform and their fees. For example, some Platforms do not deliver crypto assets to a wallet controlled by the participant unless requested, but participants may not be aware of this or the risks associated with the Platform retaining custody of their crypto assets, including that they may not be able to access their crypto assets.
- **Investors may purchase products that are not suitable for them** – Exchanges and other regulated marketplaces do not interact directly with retail investors; instead they interact through regulated intermediaries (i.e. registered dealers). In contrast, Platforms may offer investors (including retail investors) direct access to the Platform without the use of a regulated intermediary that performs know-your-client and suitability assessments. As a result, participants may purchase crypto assets, many of which can be complex, high risk and volatile products, that are not suitable investments for them.
- **Conflicts of interest may not be appropriately managed** – There may be conflicts of interest between the Platform's operator and participants who access the Platform, including the inherent conflicts of interest where Platforms act as market makers and trade as principal.
- **Manipulative and deceptive trading may occur** – Platforms may be susceptible to manipulative and deceptive trading given the market volatility, lack of reliable pricing information for crypto assets, the fact that they trade 24 hours daily and the fact that trading on many Platforms is not currently monitored.
- **There may not be transparency of order and trade information** – Information relating to the price and volume of orders and trades may not be publicly available or sufficient to support efficient price discovery.
- **System resiliency, integrity and security controls may be inadequate** – Platforms have significant cybersecurity risks. DLT is a nascent technology and Platform operators may not have sufficient experience or possess the necessary skills to ensure that systems function properly and there is adequate protection against cyber theft of participants' crypto asset investments.

Consultation question

2. What best practices exist for Platforms to mitigate these risks? Are there any other substantial risks which we have not identified?

PART 4 – Regulatory approaches in other jurisdictions

In developing the Proposed Platform Framework, we considered the approaches taken by securities and financial regulators in other jurisdictions. We found that in many jurisdictions the existing regulatory requirements will apply to regulate Platforms within those jurisdictions. Some jurisdictions may tailor requirements or provide exemptions. This means that the regulatory requirements applicable to exchanges, ATSs (in the U.S. or Canada), multilateral trading venues (in Europe) and other regulated markets may apply to a Platform.

In the U.S., the Securities and Exchange Commission (**SEC**) issued a statement indicating that, if a platform offers trading of digital securities and operates a marketplace, it must be registered with the SEC as a national securities exchange, registered with the Financial Industry Regulatory Authority as a broker-dealer operating an ATS, or be exempt from registration.⁷ The Commodity Futures Trading Commission (**CFTC**) has indicated that bitcoin and certain other crypto assets are encompassed in the definition of “commodity”. In the context of retail commodity transactions in crypto assets, for example on Platforms, the CFTC has consulted with market participants on its approach to the proposed interpretation of the term “actual delivery”.⁸

In European jurisdictions, the regulatory framework under the Markets in Financial Instruments Directive (**MiFID**) applies when crypto assets qualify as financial instruments. The European Securities and Markets Authority (**ESMA**) recently published a report with their advice on initial coin offerings and crypto assets where they identify the risks in the crypto asset sector.⁹ In the report, ESMA indicates that where crypto assets qualify as transferable securities or other types of MiFID financial instruments, the existing regulatory framework will apply. ESMA also noted that the existing requirements may not address all the risks, and in some areas, the requirements may not be relevant in a DLT framework.

In Singapore, Platforms that trade crypto assets that are securities may be approved exchanges or be recognised market operators and, in both cases, are subject to regulation by the Monetary Authority of Singapore.¹⁰

⁷ SEC Statement on Potentially Unlawful Online Platforms for Trading Digital Assets (March 7, 2018):

<https://www.sec.gov/news/public-statement/enforcement-tm-statement-potentially-unlawful-online-platforms-trading>.

⁸ CFTC, Retail Commodity Transactions Involving Virtual Currency, Proposed Interpretation, 82 Fed. Reg. 60335 (December 20, 2017): <https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2017-27421a.pdf>.

⁹ ESMA Advice – Initial Coin Offerings and Crypto-Assets (January 9, 2019):

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf.

¹⁰ Monetary Authority of Singapore, A Guide to Digital Token Offerings (last updated November 30, 2018):

<http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/Regulations%20and%20Financial%20Stability/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Securities%20Futures%20and%20Fund%20Management/Regulations%20Guidance%20and%20Licensing/Guidelines/A%20Guide%20to%20Digital%20Token%20Offerings%20last%20updated%20on%2030%20Nov%202018.pdf>

In Hong Kong, Platforms that are trading products that are not within the remit of the Hong Kong Securities and Futures Commission (HKSFC) can apply to use HKSFC's Regulatory Sandbox, particularly if they will, in the future, seek to offer trading of products that are within the remit of the HKSFC. This will allow the HKSFC to engage in an exploratory stage where it observes the Platform's operations and considers the effectiveness of proposed regulatory requirements for Platforms and whether Platforms are appropriate to be regulated by the HKSFC. If the decision is made to license the Platform, additional restrictions may apply.¹¹

In Malaysia, the *Capital Markets and Services (Prescription of Securities) (Digital Currency and Digital Token) Order 2019* came into force on January 15, 2019 and specifies that all digital currencies, tokens and crypto assets are classified as securities, placing them under the authority of the Securities Commission Malaysia.¹²

Many financial regulators are proactively conducting inquiries into the activities of Platforms to determine if they are carrying on activities that require them to comply with their requirements.

Consultation question

3. Are there any global approaches to regulating Platforms that would be appropriate to be considered in Canada?

PART 5 – The Proposed Platform Framework

5.1 Overview of the Proposed Platform Framework

The Proposed Platform Framework will apply to Platforms that are subject to securities legislation and that may not fit within the existing regulatory framework. It will apply both to Platforms that operate in Canada and to those that have Canadian participants.¹³

In developing the Proposed Platform Framework, the CSA considered that some of the Platforms are hybrid in nature and may perform functions typically performed by one or more of the following types of market participants: ATs¹⁴, exchanges¹⁵ (exchanges and ATs are both types of marketplaces¹⁶), dealers, custodians and clearing agencies. Specifically:

¹¹ HKSFC Conceptual framework for the potential regulation of virtual asset trading platform operators (November 1, 2018): https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/App%20%20Conceptual%20framework%20for%20VA%20trading%20platform_eng.pdf

¹² Securities Commission Malaysia media release (January 14, 2019): <https://www.sc.com.my/news/media-releases-and-announcements/sc-to-regulate-offering-and-trading-of-digital-assets>

¹³ The CSA may consider exemptive relief from the applicable requirements if the Platform is located outside of Canada and is regulated by a foreign regulator in a manner that is similar to domestic oversight.

¹⁴ ATS is defined in every jurisdiction other than Ontario in s. 1.1 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (Regulation 21-101)*, and in Ontario in ss. 1(1) of the *Securities Act* (Ontario).

¹⁵ An exchange is a marketplace that may, among other things, lists the securities of issuers; provides a guarantee of a two-sided market for a security on a continuous or reasonably continuous basis; sets requirements governing the conduct of marketplace participants; or disciplines marketplace participants. Securities legislation enables securities regulatory authorities to recognize exchanges or exempt an exchange from recognition.

¹⁶ Marketplace is defined in every jurisdiction other than Ontario in s. 1.1 on Regulation 21-101, and in Ontario in ss. 1(1) of the *Securities Act* (Ontario).

- like an exchange or ATS, they may be a market or facility where orders of multiple buyers and sellers are brought together and matched;
- like an exchange, they may facilitate the creation or “listing” of a crypto asset;
- like an ATS or exchange, they may decide which crypto assets will be eligible for trading;
- like an exchange, they may offer a guarantee of a two-sided market and conduct regulatory activities;
- like a dealer, they may perform know-your-client and suitability reviews to grant access to investors (retail and institutional) and they may trade as principal;
- like a dealer or a custodian, they may self-custody investor’s assets or otherwise have control over investors’ assets; and
- like a clearing agency, they may enable the clearing and settlement of trades.

Application of marketplace requirements

The Proposed Platform Framework is based on the existing regulatory framework applicable to marketplaces and incorporates relevant requirements for dealers facilitating trading or dealing in securities. It is tailored to take into account the functions that may be performed by each Platform. Specifically, a Platform that brings together orders of buyers and sellers of securities and uses non-discretionary methods for these orders to interact is a marketplace.

As a marketplace, a Platform will be subject to requirements that will address many of the risks outlined in Part 3 of the Consultation Paper, such as those set out in Regulation 21-101, *Regulation 23-101 respecting Trading Rules* (**Regulation 23-101** and, together with Regulation 21-101, the **Marketplace Rules**) and *Regulation 23-103 respecting Electronic Trading and Direct Access to Marketplaces* (**Regulation 23-103**).

Application of dealer requirements

In addition to marketplace functions, the Platform may also perform dealer functions, for example, providing custody of crypto assets and permitting direct access to trading by retail investors. As a result, the Proposed Platform Framework will include requirements that address the risks relating to these additional functions. Many of these requirements already exist in regulatory frameworks applicable to dealers.

Some entities will not fall within the definition of a marketplace. For example, an entity that is trading crypto assets that are securities but always trades against its participants and does not facilitate trading between buyers and sellers may be regulated as a dealer only and therefore not be subject to the Marketplace Rules and the Proposed Platform Framework. For example, firms that are currently registered in the category of exempt market dealer and that are currently permitted under securities legislation to facilitate the sale of securities, including crypto assets, in reliance on available prospectus exemptions in *Regulation 45-106 respecting Prospectus Exemptions* can continue to offer this service as long as they do not fall within the definition of “marketplace”.

Registered firms introducing crypto asset products and/or services are required to report changes in their business activities to their principal regulator and the proposed activities may be subject to review to assess whether there is adequate investor protection.

Investment dealer registration and IIROC membership

Like the Marketplace Rules, the Proposed Platform Framework contemplates Platforms both becoming registered as investment dealers and becoming IIROC dealer and marketplace members (**IIROC Members**)¹⁷. IIROC currently oversees all investment dealers as well as trading activity on debt and equity marketplaces in Canada and, accordingly,

- has a comprehensive body of rules governing the business, financial and trading conduct of IIROC Members which are tailored to the different types of products and services offered by IIROC Members;
- has established programs to assess compliance with both IIROC's rules applicable to dealers (**IIROC Dealer Member Rules**) and the Universal Market Integrity Rules (**UMIR**) that govern trading on a marketplace;
- has experience with dealers and marketplaces that trade a variety of securities and has developed tailored compliance programs and applied tailored rules for marketplaces; and
- operates in a regulatory capacity in every province in Canada.

Recognition as an exchange

A Platform that intends to carry on business as an exchange should contact the relevant securities regulatory authority to discuss whether recognition as an exchange is appropriate or, if such Platforms offer direct retail access or trade as principal, the Proposed Platform Framework is more appropriate to address risks arising from these activities.

Derivatives requirements

The CSA plans to consult on the appropriate regulatory framework to apply to marketplaces that trade over-the-counter derivatives, including platforms that offer derivatives with exposure to a crypto asset (e.g. a derivatives trading facility or swap execution facility that facilitate transactions in bitcoin-based derivatives). In the interim, if a Platform is trading or dealing in crypto assets that may be classified as derivatives, to the extent that the Platform has similar functions or operations to those contemplated in this Consultation Paper, it may be appropriate to apply requirements to those Platforms that are similar to the requirements contemplated by the Proposed Platform Framework. We anticipate, however, that such requirements may need to be specifically tailored to reflect the requirements that currently apply to derivatives or are otherwise appropriate to apply to those products and marketplaces.¹⁸

¹⁷ We note that IIROC membership may not be appropriate in all cases, depending on the facts and circumstances.

¹⁸ We would also like to remind market participants of the requirements relating to commodity futures exchange contracts in securities and commodity futures legislation.

5.2 Proposed Platform Framework - Key areas for consultation

While the Proposed Platform Framework builds on an existing regulatory regime that was designed for a wide variety of market participants, we recognize that the existing regulatory requirements, and particularly the Marketplace Rules, were designed for marketplaces trading traditional securities (such as equities and debt). The CSA supports innovation in our capital markets while protecting investors and promoting fair and efficient capital markets. We are therefore considering a set of requirements tailored to Platforms' operations that appropriately addresses the new risks introduced.

Below, we seek feedback on a number of areas that will assist in determining appropriate requirements for Platforms.

5.2.1 Custody and verification of assets

It has been reported that crypto assets with a value of almost US\$1 billion were stolen in 2018 from Platforms that operate globally.¹⁹ The ownership of crypto assets is evidenced by private keys which are required to execute crypto asset transactions. As the loss or theft of a private key may result in the loss of assets, the safeguarding of private keys is especially critical.

The operational model of many Platforms involves the Platform having custody of its participants' assets including private keys or the Platform holding the crypto assets in its own wallet with the Platform's private key. As a result, appropriate custody controls are a necessary part of managing risks to investors. To the extent that the Platform holds or has control over investors' assets, a significant risk is that investors' assets are not sufficiently accounted for or protected by the Platform. As a result, the Platform might not have sufficient crypto assets or cash to satisfy demand or could be vulnerable to theft. This risk increases substantially if there is insufficient insurance to cover the full amount of the theft.

When looking at the operations of a Platform, we will assess whether a Platform's risk management policies and procedures are appropriate to manage and mitigate the custodial risks. Expectations will be guided by the operational model of the Platform. For example, if the trades on a Platform do not occur on the distributed ledger, and instead the Platform keeps track of changes in ownership on its own internal ledger, we will evaluate whether the Platform has a robust system of internal controls, including records, that ensures that a participant's crypto assets are accurately accounted for by the Platform and appropriately segregated from assets belonging to the Platform.

Traditional custodians that hold assets for clients typically engage an independent auditor to perform an audit of the custodian's internal controls and prepare an assurance report. There are different types of assurance reports; however, it is common for custodians to engage external auditors to issue system and organization controls reports such as SOC 1 Reports²⁰ and SOC 2 Reports²¹ regarding the suitability of internal controls in financial reporting and controls

¹⁹ <https://www.reuters.com/article/us-crypto-currency-crime/cryptocurrency-theft-hits-nearly-1-billion-in-first-nine-months-report-idUSKCN1MK1J2>.

²⁰ Report on controls at a service organization relevant to participant entities' internal control over financial reporting.

²¹ Report on controls at a service organization relevant to security, availability, processing integrity, confidentiality or privacy.

surrounding the custody of investors' assets. The auditor will issue a report pertaining to the design of the controls (**Type I Report**), and a report assessing whether such controls are operating as intended over a defined period (**Type II Report**). We anticipate that these reports will play an important role in the authorization and oversight of the Platform, reporting of transactions, internal risk management and verification of the existence of investors' assets. We contemplate requiring that Platforms obtain SOC 2, Type I and II Reports for their custody system and, if they use third-party custodians, to ensure that they have SOC 2, Type I and II Reports.

We understand, however, that there have been challenges with crypto asset custodians and Platforms obtaining SOC 2, Type II Reports, in part due to the novel nature of crypto asset custody solutions and the limited period of time that Platforms have been in operation to allow for the testing of internal controls. Nevertheless, we contemplate that Platforms seeking registration as an investment dealer registration and IIROC membership that plan to provide custody of crypto assets will not only need to satisfy existing custody requirements but will also be expected to meet other yet-to-be determined standards specific to the custody of crypto assets.

Consultation questions

4. What standards should a Platform adopt to mitigate the risks related to safeguarding investors' assets? Please explain and provide examples both for Platforms that have their own custody systems and for Platforms that use third-party custodians to safeguard their participants' assets.
5. Other than the issuance of Type I and Type II SOC 2 Reports, are there alternative ways in which auditors or other parties can provide assurance to regulators that a Platform has controls in place to ensure that investors' crypto-assets exist and are appropriately segregated and protected, and that transactions with respect to those assets are verifiable?
6. Are there challenges associated with a Platform being structured so as to make actual delivery of crypto assets to a participant's wallet? What are the benefits to participants, if any, of Platforms holding or storing crypto assets on their behalf?

5.2.2 Price determination

Fair and efficient capital markets are dependent on price discovery. The wide availability of information on orders and/or trades is important to foster efficient price discovery and investor confidence. As with traditional marketplaces, Platforms will be required to foster price discovery for the crypto assets they offer for trading. It is important for regulators and for the participants on the Platform to understand how prices on a Platform are determined. In addition, where the Platform or an affiliate acts as a market maker and provides quotes, the mechanisms for determining those quotes are expected to be available to participants. When trading as a market maker against its participants, a Platform will also be required to provide participants with a fair price.

Consultation questions

7. What factors should be considered in determining a fair price for crypto assets?

8. Are there reliable pricing sources that could be used by Platforms to determine a fair price, and for regulators to assess whether Platforms have complied with fair pricing requirements? What factors should be used to determine whether a pricing source is reliable?

5.2.3 Surveillance of trading activities

The existing types of marketplaces have different regulatory responsibilities. Exchanges are responsible for conducting market surveillance of trading activities on the exchange and enforcing market integrity rules. All of the existing equity exchanges have retained IIROC to monitor trading activity and enforce market integrity rules. ATs, by contrast, are not permitted to conduct market surveillance or enforcement activities and are required to engage a regulation services provider (RSP). IIROC currently acts as an RSP to all equity and fixed income marketplaces.

If IIROC were retained as an RSP by a Platform, IIROC would conduct market surveillance for that Platform. We understand that some of the types of manipulative and deceptive trading activities that may occur on Platforms that trade crypto assets are similar to those on marketplaces trading traditional securities. A unique challenge associated with market surveillance on Platforms is the fact that crypto assets trade on a global basis, on and off Platforms, outside regular trading hours, and may be illiquid and highly volatile. This, and the fact that there is currently no central source for pricing, may affect the price of a crypto asset trading on a Platform. This may also make it difficult to obtain reliable reference data that is needed to conduct effective surveillance.

To reduce the risks of potentially manipulative or deceptive activities, in the near term, we propose that Platforms not permit dark trading or short selling activities, or extend margin to their participants. We may revisit this once we have a better understanding of the risks introduced to the market by the trading of crypto assets.

Some Platforms have indicated that they intend to set rules and monitor the trading activities of their marketplace participants rather than retaining an RSP. This may raise conflicts of interest issues that will need to be addressed.

Consultation questions

9. Is it appropriate for Platforms to set rules and monitor trading activities on their own marketplace? If so, under which circumstances should this be permitted?
10. Which market integrity requirements should apply to trading on Platforms? Please provide specific examples.
11. Are there best practices or effective surveillance tools for conducting crypto asset market surveillance? Specifically, are there any skills, tools or special regulatory powers needed to effectively conduct surveillance of crypto asset trading?
12. Are there other risks specific to trading of crypto assets that require different forms of surveillance than those used for marketplaces trading traditional securities?

5.2.4 Systems and business continuity planning

System resiliency, reliability and security controls are important for investor protection. System failures may result in investors being unable to access their crypto assets and may have an impact on market efficiency and investor protection. Marketplaces are required to have adequate internal and information technology controls over their trading, surveillance and clearing systems and information security controls that relate to security threats and cyber-attacks.²² Marketplaces are also required to maintain business continuity and disaster recovery plans to provide uninterrupted provision of key services.²³ To ensure that marketplaces have adequate internal and technology controls in place over their trading, surveillance and clearing systems and that their systems function as designed, marketplaces are required to engage an entity with relevant experience both in information technology and in the evaluation of related internal controls to conduct an independent systems review (ISR).²⁴

Technology and cyber security are key risks for Platforms. For these reasons they will also be required to comply with the systems and business continuity planning requirements applicable to existing marketplaces in Regulation 21-101. One key difference between Platforms and traditional marketplaces is that there is a greater risk for participants when a Platform provides custody of investors' crypto assets and does not have the appropriate internal controls.

In the normal course, all marketplaces are required to have an ISR conducted for other critical systems including order entry, execution or data. These requirements are in place to manage risks associated with the use of technology and to ensure that minimum standards are maintained. In some cases, we have granted temporary exemptions from the ISR requirements, provided the marketplace did not pose a significant risk to the capital markets and certain reports and information are provided to regulators.

Consultation question

13. Under which circumstances should an exemption from the requirement to provide an ISR by the Platform be considered? What services should be included/excluded from the scope of an ISR? Please explain.

5.2.5 Conflicts of interest

Platforms may have certain conflicts of interests, similar to other marketplaces. They may also raise a number of unique conflicts. For example, they may provide advice to their participants, which raises a conflict because the Platform may be providing advice on the same crypto assets that they have made eligible for trading on the Platform.

Another conflict relates to proprietary trading. Like dealers, it is possible that some Platforms trade for their own account against their participants, including retail investors. This raises conflicts of

²² Part 12 of Regulation 21-101.

²³ Ibid.

²⁴ Ibid.

interest and a number of risks, including that the Platform's participants may not know that the Platform operator also trades on the marketplace against the investor and the risk that investors may not receive a fair price when trading against the Platform operator.

To address these risks, we contemplate that Platforms will be required to identify and manage potential conflicts of interest and will be required to disclose whether they trade against their participants, including acting as a market maker, and the associated conflicts of interest. Disclosure will assist investors in assessing whether they want to participate on the Platform. To the extent Platforms are required to become IIROC Members, they will also be subject to requirements in the UMIR aimed at mitigating the risks associated with trading against their participants.²⁵

Consultation questions

14. Is there disclosure specific to trades between a Platform and its participants that Platforms should make to their participants?
15. Are there particular conflicts of interest that Platforms may not be able to manage appropriately given current business models? If so, how can business models be changed to manage such conflicts appropriately?

5.2.6 Insurance

Some Platforms have custody of investors' assets. This makes them attractive targets for cyber-attacks and theft by insiders. Accordingly, insurance will also be an important safeguard. Dealers are required to maintain bonding or insurance against specific risks and in specified amounts.²⁶ This requirement may not address the specific operational risks of Platforms.

Many Platforms currently operate without any insurance covering investors' assets. We note that there may be significant difficulty and costs for a Platform to obtain insurance, in part due to the limited number of crypto asset insurance providers, and the high risk of cyber-attacks. Therefore, some Platforms have indicated that they are considering limited coverage that only extends to certain crypto assets, crypto assets in "hot wallets" or "cold wallets", loss as result of hacking, or loss from insider theft.

Consultation questions

16. What type of insurance coverage (e.g. theft, hot-wallet, cold-wallet) should a Platform be required to obtain? Please explain.
17. Are there specific difficulties with obtaining insurance coverage? Please explain.
18. Are there alternative measures that address investor protection that could be considered equivalent to insurance coverage?

²⁵ These include UMIR 5.3 *Client Priority*, UMIR 8.1 *Client Principal Trading* and UMIR 4.1 *Frontrunning*.

²⁶ s. 12.3 of Regulation 31-103.

5.2.7 Clearing and settlement

All trades executed on a marketplace are required to be reported and settled through a clearing agency.²⁷ A regulated clearing agency improves the efficiency of marketplaces and brings stability to the financial system.

Without exemptive relief, this requirement would also apply to Platforms that are marketplaces. However, currently there are no regulated clearing agencies for crypto assets that are securities or derivatives. As indicated above, we understand that on some Platforms, transaction settlement occurs on the Platform's internal ledger and is not recorded on the distributed ledger. We are considering whether an exemption from the requirement to report and settle trades through a clearing agency is appropriate. In these circumstances, Platforms will still be subject to certain requirements applicable to clearing agencies and will therefore be required to have policies, procedures and controls to address certain risks including operational, custody, liquidity, investment and credit risk.²⁸ We plan to revisit such exemptions in the future, as the space continues to develop and evolve.

Some Platforms may operate a non-custodial (decentralized) model where the transfer of crypto assets that are securities or derivatives occurs between the two parties of a trade on a decentralized blockchain protocol (e.g. smart contract). These types of Platforms will be required to have controls in place to address the specific technology and operational risks of the Platform.

Consultation questions

19. Are there other models of clearing and settling crypto assets that are traded on Platforms? What risks are introduced as a result of these models?
20. What, if any, significant differences in risks exist between the traditional model of clearing and settlement and the decentralized model? Please explain how these different risks may be mitigated.
21. What other risks are associated with clearing and settlement models that are not identified here?

5.2.8 Applicable regulatory requirements

Platforms that are marketplaces are subject to existing marketplace regulatory requirements, including those summarized at **Appendix B**. Some of these requirements may not be relevant for Platforms and others may need to be tailored to address specific risks.

Platforms may perform additional functions typically performed by dealers and clearing agencies. We are also considering how the requirements summarized at **Appendices C** and **D** may apply. Leveraging the existing regulatory frameworks will ensure that Platforms are treated similarly to

²⁷ Part 13 of Regulation 21-101.

²⁸ If not already addressed by rules applicable to IIROC Members, to the extent they apply.

other marketplaces, but with appropriately tailored requirements that are relevant for the functions they perform.

Please note that Appendices B, C and D provide only an overview of certain requirements and therefore they should not be relied upon as exhaustive lists of the requirements applicable to marketplaces, dealers and clearing agencies.

Consultation question

22. What regulatory requirements, both at the CSA and IIROC level, should apply to Platforms or should be modified for Platforms? Please provide specific examples and the rationale.

PART 6 – Providing Feedback

The CSA Regulatory Sandbox is an initiative of the CSA to support business seeking to offer innovative products, services and applications in Canada. The CSA Regulatory Sandbox is a part of the CSA's 2016-2019 Business Plan's objectives to gain a better understanding of how fintech innovations are impacting capital markets and assess the scope and nature of regulatory implications.²⁹

We invite interested parties to make written submissions on the consultation questions identified throughout this Consultation Paper. A complete list of the consultation questions referred to throughout this paper is provided in **Appendix A**. We also welcome you to provide any other comments on the appropriate regulation of Platforms. The information provided will assist us in refining the Proposed Platform Framework and our understanding of this area of innovation.

Please submit your comments in writing by **May 15, 2019**. Please send your comments by email in Microsoft Word format. Address your submission to IIROC and all members of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick)
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Superintendent of Securities, Northwest Territories
 Superintendent of Securities, Yukon
 Superintendent of Securities, Nunavut

²⁹ CSA Business Plan, 2016-2019: https://www.securities-administrators.ca/uploadedFiles/General/pdfs/CSA_Business_Plan_2016-2019.pdf

Please deliver your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to IROC and the other CSA members.

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

The Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
22nd Floor, Box 55
Toronto, Ontario M5H 3S8
Fax: 416-593-2318
comments@osc.gov.on.ca

IROC
Victoria Pinnington
Senior Vice President, Market Regulation
Investment Industry Regulatory Organization of Canada
Suite 2000, 121 King Street West
Toronto, Ontario M5H 3T9
vpinnington@iroc.ca

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 (www.lautorite.qc.ca), the Ontario Securities Commission (www.osc.gov.on.ca), and the Alberta Securities Commission (www.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.

PART 7 – Questions

Please refer your questions to any of the following CSA and IIROC staff:

<p>Serge Boisvert Senior Policy Advisor Exchanges and SRO Oversight Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca</p>	<p>Marc-Olivier St-Jacques Senior Policy Advisor Supervision of Intermediaries Autorité des marchés financiers marco.st-jacques@lautorite.qc.ca</p>
<p>Amanda Ramkissoon Fintech Regulatory Adviser, OSC LaunchPad Ontario Securities Commission aramkissoon@osc.gov.on.ca</p>	<p>Ruxandra Smith Senior Accountant, Market Regulation Ontario Securities Commission ruxsmith@osc.gov.on.ca</p>
<p>Timothy Baikie Senior Legal Counsel Market Regulation Ontario Securities Commission tbaikie@osc.gov.on.ca</p>	<p>Denise Weeres Director, New Economy Alberta Securities Commission denise.weeres@asc.ca</p>
<p>Katrina Prokopy Senior Legal Counsel, Market Regulation Alberta Securities Commission katrina.prokopy@asc.ca</p>	<p>Sasha Cekerevac Senior Analyst, Market Structure Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca</p>
<p>Dean Murrison Director, Securities Division Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan dean.murrison@gov.sk.ca</p>	<p>Zach Masum Manager, Legal Services, Capital Markets Regulation British Columbia Securities Commission zmasum@bcsc.bc.ca</p>
<p>Ami Iaria Senior Legal Counsel, Capital Markets Regulation British Columbia Securities Commission aiaria@bcsc.bc.ca</p>	<p>Peter Lamey Legal Analyst, Corporate Finance Nova Scotia Securities Commission peter.lamey@novascotia.ca</p>
<p>Chris Besko Director, General Counsel The Manitoba Securities Commission chris.besko@gov.mb.ca</p>	<p>Wendy Morgan Deputy Director, Policy Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick) wendy.morgan@fcnb.com</p>
<p>Victoria Pinnington Senior Vice President, Market Regulation IIROC vpinnington@iiroc.ca</p>	<p>Sonali GuptaBhaya Director, Market Regulation Policy IIROC sguptabhaya@iiroc.ca</p>

APPENDIX A Consultation Questions

1. Are there factors in addition to those noted in Part 2 that we should consider?
2. What best practices exist for Platforms to mitigate the risks outlined in Part 3? Are there any other significant risks which we have not identified?
3. Are there any global approaches to regulating Platforms that are appropriate to be considered in Canada?
4. What standards should a Platform adopt to mitigate the risks related to safeguarding investors' assets? Please explain and provide examples both for Platforms that have their own custody systems and for Platforms that use third-party custodians to safeguard their participants' assets.
5. Other than issuance of Type I and Type II SOC 2 Reports, are there alternative ways in which auditors or other parties can provide assurance to regulators that a Platform has controls in place to ensure that investors' crypto-assets exist and are appropriately segregated and protected, and that transactions with respect to those assets are verifiable?
6. Are there challenges associated with a Platform being structured so as to make actual delivery of crypto assets to a participant's wallet? What are the benefits to participants, if any, of the Platforms holding or storing crypto assets on their behalf?
7. What factors should be considered in determining a fair price for crypto assets?
8. Are there reliable pricing sources that could be used by Platforms to determine a fair price, and for regulators to assess whether Platforms have complied with fair pricing requirements? What factors should be used to determine whether a pricing source is reliable?
9. Is it appropriate for Platforms to set rules and monitor trading activities on their own marketplace? If so, under which circumstances should this be permitted?
10. Which market integrity requirements should apply to trading on Platforms? Please provide specific examples.
11. Are there best practices or effective surveillance tools for conducting crypto asset market surveillance? Specifically, are there any skills, tools or special regulatory powers needed to effectively conduct surveillance of crypto asset trading?
12. Are there other risks specific to trading of crypto assets that require different forms of surveillance than those used for marketplaces trading traditional securities?
13. Under which circumstances should an exemption from the requirement to provide an ISR by the Platform be appropriate? What services should be included/excluded from the scope of the ISR? Please explain.

14. Is there disclosure specific to trades between a Platform and its participants that Platforms should make to their participants?
15. Are there particular conflicts of interest that Platforms may not be able to manage appropriately given current business models? If so, how can business models be changed to manage such conflicts appropriately?
16. What type of insurance coverage (e.g. theft, hot-wallet, cold-wallet) should a Platform be required to obtain? Please explain.
17. Are there specific difficulties with obtaining insurance coverage? Please explain.
18. Are there alternative measures that address investor protection that could be considered that are equivalent to insurance coverage?
19. Are there other models of clearing and settling crypto assets that are traded on Platforms? What risks are introduced as a result of these models?
20. What, if any, significant differences in risks exist between the traditional model of clearing and settlement and the decentralized model? Please explain how these different risks could be mitigated.
21. What other risks could be associated with clearing and settlement models that are not identified here?
22. What regulatory requirements (summarized at Appendices B, C, and D), both at the CSA and IIROC level, should apply to Platforms or should be modified for Platforms? Please provide specific examples and the rationale.

APPENDIX B

Summary of Regulatory Requirements Applicable to Marketplaces

Marketplaces are subject to the Marketplace Rules and Regulation 23-103. These include high-level principles relating to access to the marketplaces and trading on the marketplaces. A summary of the regulatory requirements is included below. Please note that this summary should not be relied upon as being an exhaustive list of the requirements applicable to marketplaces.

1. Market integrity

The Marketplace Rules and Regulation 23-103 have a number of requirements covering market integrity. For example, Regulation 21-101 requires a marketplace to take reasonable steps to ensure it operates in a way that does not interfere with fair and orderly markets.³⁰ Regulation 23-101 and securities legislation in some jurisdictions also prohibit any person from engaging in transactions that they know, or should know, result in market manipulation or are fraudulent. Regulation 23-103 also has requirements for marketplaces aimed at maintaining market integrity. For example, marketplaces are required to assess, on a regular basis, whether they require risk management and supervisory controls, policies and procedures, in addition to those of their participants. Marketplaces are also required to assess on a regular basis the continuing adequacy and effectiveness of these controls, policies and procedures.³¹

While the Marketplace Rules and Regulation 23-103 establish the high-level principles for marketplaces that trade in Canada, the specific requirements applicable to participants on a marketplace are included in the UMIR, which are administered by IIROC.

2. Transparency of operations

Marketplaces are required to make transparent, on their websites, a description of how their orders are entered, interact and are executed, the hours of operation, their fees (including fees for facilitation, routing and mark-ups, if applicable), their affiliates' fees, access requirements, conflicts of interest policies and procedures, and referral arrangements between the marketplace and service providers.³² The purpose of these requirements is to ensure that market participants understand how the marketplace works, as well as the associated risks, its features and its fees.

3. Transparency of orders and trades

Except in certain circumstances, marketplaces must make transparent their order and trade information for securities traded on a marketplace by providing it to an information processor.³³ The information processor collects, consolidates and disseminates their data, and also sets the requirements for the order and trade information that must be provided to it by marketplaces.

4. Transparency to regulators

Marketplaces are required to provide certain information to the securities regulators, so that they

³⁰ s. 5.7 of Regulation 21-101.

³¹ Part 4 of Regulation 23-103.

³² s. 10.1 of Regulation 21-101.

³³ Part 7 of Regulation 21-101 and Part 8 of Regulation 21-101 for equity and fixed income securities, respectively.

understand the business of the marketplace and the risks it introduces to the market. Such information is described in the exhibits included in Forms 21-101F1 *Information Statement Exchange or Quotation and Trade Reporting System* and 21-101F2 *Information Statement Alternative Trading System*, for exchanges and ATSS respectively, and relates to: governance, marketplace operations, outsourcing arrangements, systems, custody, the types of securities traded, how access to services is provided, and fees. These forms must be filed prior to the commencement of the operations and must be kept up to date. Changes to the information included in these forms must also be reported to the securities regulators, either in advance, if the change is significant, or subsequent to its implementation if it is not.

In addition, marketplaces report their trading activities on a quarterly basis.³⁴ The quarterly reports are provided to the securities regulators in electronic form. The information reported is included in Form 21-101F3 *Quarterly Report of Marketplace Activities* and includes trading activity information (value, volume and number of trades) by category of security, information about orders and order types, and information about the most traded securities.

5. Listing securities

Exchanges may list securities of an issuer.³⁵ They are required to comply with the fair access requirements in Regulation 21-101 (and in their recognition orders), which include the requirement to establish written standards for granting access to each of their services,³⁶ including listings. Since exchanges have listings requirements in the form of rules, they must ensure that these rules require compliance with securities legislation³⁷ and that they provide appropriate sanctions for violations of the rules.³⁸

6. Fair access

Marketplaces must not unreasonably prohibit or limit access by a person to services offered by the marketplace. A marketplace must establish written standards for granting access to each of its services and must keep records of each access grant or denial of access.³⁹ It must neither permit unreasonable discrimination among participants, issuers and marketplace participants nor impose any burden on competition that is not reasonably necessary and appropriate.⁴⁰ Lastly, a marketplace must not prohibit, condition or otherwise limit a marketplace participant from trading on any marketplace.⁴¹

7. Conflict of interest

A marketplace must establish, maintain and ensure compliance with policies and procedures that identify and manage any conflicts of interest arising from the operation of a marketplace or the

³⁴ Part 3 of Regulation 21-101.

³⁵ An issuer is listed when there is a formal arrangement between the exchange and the issuer to have the issuer's securities listed, and the exchange has and enforces listing requirements.

³⁶ para. 5.1(2)(a) of Regulation 21-101.

³⁷ para. 5.3(b) of Regulation 21-101.

³⁸ para. 5.4(b) of Regulation 21-101.

³⁹ s. 5.1 of Regulation 21-101.

⁴⁰ ss. 5.1(3) of Regulation 21-101.

⁴¹ s. 5.1 of Regulation 21-101.

services it provides, and any conflicts that owners of the marketplace may have.⁴² These policies must be disclosed on the marketplace's website.

8. Outsourcing

A marketplace that outsources key services or systems to a service provider must have policies and procedures relating to the selection of the service provider, must maintain access to the books and records of the service provider, must ensure that the securities regulatory authorities have access to data that is maintained at the service provider and must review, on a regular basis, the performance of the service provider.⁴³ The outsourcing requirements seek to ensure that the marketplace retains responsibility and control over the outsourced services or systems.⁴⁴

9. Confidential treatment of trading information

A marketplace must not release the order or trade information of any of its participants. This requirement protects each marketplace participant's trading history and strategy. There is an exception to this requirement in limited situations, where data is used for capital markets research and provided certain conditions are met.⁴⁵

10. Recordkeeping requirements

Marketplaces are required to keep books, records and other documents that are reasonably necessary for the proper recording of its business in electronic form.⁴⁶

11. Systems and business continuity planning

Marketplaces are required to have adequate internal and information technology controls over their trading, surveillance and clearing systems and information security controls that relate to security threats and cyber attacks. A marketplace is also required to maintain business continuity and disaster recovery plans. A marketplace is required to develop, maintain and test a business continuity plan to ensure uninterrupted provision of key services. A marketplace is required to engage a qualified third party to conduct an independent system review to assess whether it has adequate internal and information technology controls and if they function as designed.⁴⁷

12. Clearing and settlement

All trades executed on a marketplace must be reported and settled through a clearing agency.⁴⁸ Marketplace participants have a choice as to the clearing agency that they would like to use for the clearing and settlement of their trades, provided that the clearing agency is appropriately regulated in Canada.

⁴² s. 5.11 of Regulation 21-101.

⁴³ s. 5.12 of Regulation 21-101.

⁴⁴ Ibid.

⁴⁵ s. 5.10 of Regulation 21-101.

⁴⁶ Part 11 of Regulation 21-101.

⁴⁷ Part 12 of Regulation 21-101.

⁴⁸ Part 13 of Regulation 21-101.

APPENDIX C

Summary of Regulatory Requirements Applicable to Dealers

Registration is required if a person is in the business of or is holding itself out as being in the business of, trading securities. We have generally found Platforms that intermediate trades of securities between buyers and sellers to be “in the business” of trading securities and subject to the registration requirements set out in *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*, and, where applicable, IIROC Dealer Member Rules and UMIR.

Although the details of the specific requirements applicable to different categories of dealers vary, the summary below captures the basic requirements applicable to a dealer. Please note that this summary should not be relied upon as an exhaustive list of the requirements applicable to dealers.

1. Proficiency

Dealers are in the business of buying and selling securities and derivatives on behalf of the clients and are implicitly or explicitly holding themselves out as having a certain level of knowledge or expertise. Accordingly, individuals registered as dealing representatives are expected to have the education, training and experience that a reasonable person would consider necessary to perform their activities competently, including understanding the structure, features and risks of each security the individual recommends.⁴⁹

Similarly, firms are required to employ individuals as ultimate designated persons (**UDP**) and chief compliance officers (**CCO**) who meet certain additional educational and experience requirements and who will have responsibilities respecting promoting compliance with securities legislation and establishing and monitoring policies and procedures designed to assess compliance by the firm and its dealing representatives with securities legislation.⁵⁰

2. Books and records

Dealers may hold the assets of and conduct transactions on behalf of a multitude of clients. Accordingly, it is important that they maintain books and records that accurately reflect their business activities, financial affairs and client transactions. These books and records requirements help dealers ensure that they are able to prepare and file financial information, determine their capital adequacy, and generally demonstrate compliance with the capital and insurance requirements, among other securities law requirements.⁵¹ Maintaining proper books and records allows dealers to document information about their relationships with their clients and with other entities, as well as, to report to their clients the trades they have transacted on behalf of their clients.⁵²

⁴⁹ The proficiency requirements for registered individuals at investment dealers are set out in IIROC Dealer Member Rule 2900 *Proficiency and Education*. The requirements for registered individuals at dealers other than investment dealers are included in Part 3 of Regulation 31-103.

⁵⁰ s. 11.2 and 11.3 of Regulation 31-103, respectively.

⁵¹ s. 11.5 of Regulation 31-103.

⁵² s. 14.12 and 14.14 of Regulation 31-103.

3. Compliance system

Given the significant role registered dealers play vis-à-vis their clients and to the capital markets, dealers are required to establish, maintain and apply policies and procedures that establish a system of controls and supervision sufficient to provide reasonable assurance that the firm and each individual acting on its behalf complies with securities legislation and to manage the risks associated with its business in accordance with prudent business practices.⁵³ An effective compliance system includes internal controls and day-to-day monitoring and supervision elements that are appropriately documented. These elements are intended to ensure the integrity of the practices of the dealer, as well as the appropriate segregation of key duties and functions, and includes employee proficiency and training.

As part of a compliance system, a registered firm must appoint both a CCO and an UDP. The CCO is responsible for monitoring, updating and reviewing policies and procedures a registered firm must have as part of its compliance system. The UDP promotes compliance with securities legislation and sets the tone for firm-wide compliance. Investment dealers are also required to appoint a Chief Financial Officer.

4. Financial condition and required capital

Dealers may have access to the assets of a multitude of clients and the insolvency of a dealer could have serious implications for clients and confidence in the capital markets. Accordingly, firms are subject to ongoing financial requirements.⁵⁴

Registered firms are required to calculate regulatory capital to ensure that it is not less than zero. The minimum capital for an exempt market dealer and a restricted dealer is \$50,000 (unless an alternative minimum is imposed). Investment dealers are required to maintain risk adjusted capital, calculated in accordance with IIROC requirements, that is greater than zero.⁵⁵

5. Insurance

Similarly, because of the significance of the financial condition of registered dealers to their clients and the capital markets, registered dealers must also maintain bonding or insurance that contains certain specific clauses and coverage. The amount of insurance coverage depends on the category of dealer involved.⁵⁶

6. Financial reporting

Securities regulators monitor the financial condition of registered firms by requiring them to prepare and deliver to regulators annual and interim financial information, and to abide by requirements in IIROC Dealer Member Rule 16 *Dealer Members' Auditors and Financial Reporting*.

⁵³ s. 11.1 of Regulation 31-103.

⁵⁴ The financial requirements for investment dealers are found in IIROC Dealer Member Rule 17 *Dealer Member Minimum Capital, Conduct of Business and Insurance* and Form 1. The financial requirements for dealers other than investment dealers are in s. 12.1 of Regulation 31-103.

⁵⁵ Part 12, Division 1 of Regulation 31-103.

⁵⁶ The insurance requirements for dealers other than investment dealers are included in s. 12.3 of Regulation 31-103. The insurance requirements for investment dealers are in IIROC Rule 400 *Insurance*.

7. KYC and suitability

Know-your-client and suitability obligations require dealers to collect information to establish the identity of their clients, to understand their investment needs and objectives, overall financial circumstances, and risk tolerance and to then take reasonable steps to use that information to ensure a proposed transaction is suitable to the client. In order to make that suitability assessment, the dealer also needs to understand the features and risks of the security or derivative to be transacted (the know-your-product requirement).⁵⁷ In addition, dealers also have separate, specific obligations under the *Proceeds of Crime (Money Laundering) and Terrorist Financing Act* and the associated regulations, including the requirement to verify the identity of clients for certain activities and transactions.

8. Conflicts of interest

Dealers are faced with many potential conflicts of interest between their and their clients' interests. Accordingly, securities legislation requires that a dealer take reasonable steps to identify conflicts of interests that exist and may exist between itself and its clients. Among other requirements, a dealer must identify conflicts of interest that should be avoided and respond appropriately to other conflicts of interest given the level of risk each conflict raises (e.g. through control and/or disclosure of the conflict of interest).⁵⁸

9. Custody

As dealers may have access to clients' assets, there are a number of requirements and prohibitions regarding custody of client cash and securities. Investment dealers, as IIROC members, must comply with the custodial requirements of IIROC.⁵⁹ Depending on the location where such assets are held, investment dealers may have to provide additional capital to reflect increased risk.⁶⁰ Exempt market dealers must comply with the requirements regarding holding client cash and securities set out in Regulation 31-103 which prohibits them from holding client assets and acting as custodians themselves.⁶¹ Instead, client assets of exempt market dealers are normally held by a custodian that is a separate legal entity.

10. Best execution and fair pricing

Investment dealers are required to establish, maintain and follow written policies and procedures that are reasonably designed to achieve best execution when acting for a client.⁶² What constitutes "best execution" varies depending on the particular circumstances and, for transactions that are executed over the counter, such as transactions in fixed income securities, the expectation is that dealers have policies and procedures to ensure that prices to their clients for these securities are fair and reasonable, both for the pricing of principal transactions and for commissions that may be charged by the dealer.

⁵⁷ The suitability requirements for dealers other than investment dealers are included in Part 13 of Regulation 31-103. The requirements for investment dealers are in IIROC Rule 1300 *Supervision of Accounts*.

⁵⁸ s. 13.4 of Regulation 31-103.

⁵⁹ IIROC Dealer Member Rule 2000 *Segregation Requirements*, Dealer Member Rule 17 *Dealer Member Minimum Capital, Conduct of Business and Insurance* and Dealer Member Rule 2600 *Internal Control Policy Statements*.

⁶⁰ IIROC Form 1 General Notes and Definitions, (d) "acceptable securities locations".

⁶¹ s. 14.5.2 of Regulation 31-103.

⁶² IIROC Dealer Member Rule 3300 *Best Execution of Client Orders*.

11. Handling Complaints

Dealers are required to document complaints and to effectively and fairly respond to them. These procedures should include monitoring of complaints, to allow the detection of frequent and repetitive complaints made with respect to the same matter, which may, on a cumulative basis, indicate a serious problem. Registered firms are required to be a member of the Ombudsman for Banking Services and Investments,⁶³ except in Québec where the dispute resolution service is administered by the Autorité des marchés financiers.

⁶³ Part 13, Division 5 of Regulation 31-103.

APPENDIX D

Requirements Applicable to Clearing Agencies

A clearing agency is defined in securities legislation as a person that, among other activities, provides centralized facilities for clearing and settlement of transactions in securities or, in some jurisdictions, derivatives.

Regulation 24-102 respecting Clearing Agency Requirements (Regulation 24-102) sets out certain requirements in connection with the application process for recognition as a clearing agency or exemption from the recognition requirement. Please note that this summary should not be relied upon as being an exhaustive list of the requirements applicable to clearing agencies.

Regulation 24-102 also sets out the ongoing requirements applicable to recognized clearing agencies. This includes the requirement to meet or exceed applicable principles as set up in the April 2012 report *Principles for financial market infrastructures* published by the Committee on Payments and Market Infrastructure and the International Organization of Securities Commissions (PFMI). The PFMI cover all areas associated with activities carried out by a clearing agency: systemic risk, legal risk, credit risk, liquidity risk, general business risk, custody and investment risk and operational risk. Clearing agencies are required to:

- have appropriate rules and procedures on how transactions are cleared and settled, including when settlement is final;
- minimize and control their credit and liquidity risks;
- have rules that clearly state their obligations with respect to the delivery of securities traded; and
- identify, monitor and manage the risks and costs associated with the delivery of crypto assets, including the risk of loss of these crypto assets.

Document de consultation conjoint 23-406 des ACVM et de l'OCRCVM - Internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres

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

- Document de consultation conjoint 23-406 des ACVM et de l'OCRCVM - *Internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres*.

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **13 mai 2019**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

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

Roland Geiling
Analyste en produits dérivés
Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4323
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Lucie Prince
Analyste
Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 2614
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
lucie.prince@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2019

Document de consultation conjoint 23-406
des ACVM et de l'OCRCVM
Internalisation du marché canadien des titres de capitaux propres

Le 12 mars 2019

Partie 1 – Introduction

À l'instar de bon nombre de territoires dans le monde, le marché canadien des titres de capitaux propres a évolué rapidement ces dernières années. Plusieurs marchés concurrents sont entrés en activité, de nouveaux participants sont arrivés sur le marché et les modes d'interaction des participants au marché ont changé. La technologie et les outils permettant d'atteindre divers objectifs d'investissement et de négociation ont modernisé le marché canadien et l'ont rendu plus efficient. Cette évolution a elle-même fait naître de nouveaux enjeux à prendre en considération. Le 5 décembre 2017, l'Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'**OCRCVM**), Avis du personnel 23-319, *L'internalisation des flux d'ordres et le marché canadien*¹, a été publié pour informer les parties intéressées que nous recueillions de l'information dans le but de comprendre les pratiques d'internalisation actuelles et d'examiner la manière dont ces activités s'intègrent à notre cadre réglementaire actuel.

Le présent document de consultation (le **document de consultation**) a pour but de recueillir des commentaires relativement aux préoccupations que soulève l'internalisation des ordres d'investisseurs individuels et des petits ordres sur le marché canadien des titres de capitaux propres. Publié par les ACVM et l'OCRCVM (collectivement, **nous**), ce document prévoit une période de consultation de 60 jours. Malgré l'existence d'intérêts divergents, notre objectif fondamental est d'assurer la protection des investisseurs et de favoriser l'équité et l'efficacité des marchés des capitaux ainsi que la confiance dans ces marchés. Nous demandons aux intéressés de répondre aux questions qui y sont énoncées et les invitons à formuler tout commentaire général qu'ils pourraient avoir au sujet de l'internalisation.

La période de consultation prend fin le **lundi 13 mai 2019**.

Le présent document de consultation est structuré comme suit :

- la partie 2 présente des renseignements de base, y compris une description des aspects pertinents du cadre réglementaire canadien actuel et les objectifs sous-jacents;
- la partie 3 expose des données utiles relativement à l'ampleur de l'internalisation au Canada;
- la partie 4 énonce des préoccupations et des enjeux particuliers;
- la partie 5 aborde d'autres enjeux connexes.

¹ Voir <https://lautorite.gc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2017/2017dec05-23-319-avis-acvm-fr.pdf>.

Partie 2 – Contexte et historique

2.1 Internalisation

Le terme « internalisation » a un sens large et peut désigner différents types d'activités de négociation. L'internalisation peut être réalisée par divers moyens. Aux fins de mise en contexte, une opération qui a été « internalisée » s'entend généralement d'une opération exécutée par un seul courtier qui agit à la fois comme acheteur et comme vendeur. Un courtier peut agir en qualité de mandataire dans les deux sens de l'opération internalisée ou pour compte propre en prenant le sens opposé d'un ordre client. Une opération peut être internalisée sur un marché de multiples façons, y compris intentionnellement, par l'exécution d'une « application intentionnelle² », ou par une « application non intentionnelle³ » réalisée sur un marché et résultant des méthodes de priorisation des appariements d'opérations. Dans le contexte canadien, notre cadre réglementaire ne permet pas l'internalisation découlant de l'exécution de l'ordre d'un courtier qui n'est pas réalisée sur un marché.

Question 1 : Selon vous, qu'est-ce que l'internalisation?

Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'internalisation peut être intentionnelle ou non. Ce n'est pas d'hier que les courtiers prennent intentionnellement des mesures pour maximiser l'interaction entre les ordres clients ou entre les courtiers eux-mêmes et leurs clients, dans le but d'améliorer leur efficacité, d'accroître les revenus de négociation et, éventuellement, d'obtenir de meilleurs résultats pour leurs clients. Toutefois, d'aucuns s'inquiètent de l'ampleur que pourrait prendre l'internalisation par les courtiers sur les marchés canadiens des titres de capitaux propres sous l'effet de l'évolution de la technologie et des stratégies de négociation et s'inquiètent de son incidence possible sur la qualité du marché canadien. De tels changements pourraient donner lieu à certaines efficacités pour les courtiers et à une amélioration des résultats pour les clients, qui doivent toutefois être mises en balance avec d'autres effets possibles. Dans la section 4.1 du présent document de consultation, nous mettons en parallèle les concepts de « bien commun » et de « bien individuel ». Il est essentiel, au cours de toute discussion concernant l'internalisation, de se pencher sur les activités et les résultats qui peuvent être favorables individuellement, mais qui pourraient réduire la qualité du marché en général.

Il importe de préciser d'emblée que nous n'avons formulé aucune conclusion concernant l'internalisation. L'internalisation touche à divers éléments de la structure des marchés, et le présent document de consultation vise à recueillir des commentaires sur plusieurs de ces éléments. Nous examinerons ces commentaires en nous interrogeant sur la manière dont la

² Une « application intentionnelle » s'entend d'une opération découlant de la saisie simultanée, par un courtier agissant à la fois comme acheteur et comme vendeur, d'une opération visant le même titre et au même cours.

³ Une « application non intentionnelle » s'entend de l'exécution d'une opération dans le cadre de laquelle deux ordres (non saisis simultanément) proviennent du même courtier. Il convient en outre de noter, aux fins du présent document de consultation, que selon la méthode d'appariement utilisée sur bon nombre de marchés canadiens, les ordres entrants provenant d'un même courtier sont appariés et exécutés en premier, même avant les ordres d'autres courtiers au même cours qui ont une priorité temporelle. Voir la rubrique « Direction préférentielle du flux d'ordres » dans la section 2.2 du présent document de consultation.

-3-

structure des marchés et les pratiques de négociation en constante évolution recourent la réglementation existante, dans le but de nous assurer que le cadre réglementaire en place continue de protéger les investisseurs et favorise l'équité et l'efficacité du marché.

2.2 Direction préférentielle du flux d'ordres

La « direction préférentielle du flux d'ordres » dans le contexte de l'internalisation est une importante source de préoccupation. Mécanisme courant d'appariement d'ordres sur bon nombre de marchés canadiens des titres de capitaux propres, elle permet d'apparier un ordre entrant transmis à un marché et de l'exécuter avec d'autres ordres provenant du même courtier avant que soient exécutés les ordres d'autres courtiers au même cours et qui ont une priorité temporelle. Cette méthode d'appariement peut faciliter l'internalisation par l'exécution d'applications non intentionnelles.

La direction préférentielle du flux d'ordres n'est pas un concept nouveau pour le marché canadien et a vu le jour bien des années avant les marchés électroniques modernes au Canada. Traditionnellement, son inclusion dans la priorisation des appariements d'ordres à la Bourse de Toronto servait à encourager les courtiers à s'engager à inscrire des ordres dans le registre plutôt que d'apparier des ordres hors du registre pour ensuite exécuter une application intentionnelle. Elle demeure une caractéristique de l'appariement des ordres de nombreux marchés canadiens.

2.3 Historique et objectifs du cadre réglementaire canadien

Le but de notre examen de l'internalisation est de déterminer le degré d'adéquation entre les pratiques actuelles de négociation et notre cadre réglementaire et de nous assurer que les règlements répondent encore aux objectifs fixés. Même si notre cadre réglementaire permet actuellement une certaine internalisation, nous voulons nous assurer qu'il continue de :

- répondre aux objectifs réglementaires;
- promouvoir le fonctionnement équitable et efficace du marché;
- tenir compte de l'évolution du marché.

En 2001, les ACVM ont mis en œuvre des textes réglementaires visant à favoriser la concurrence entre les marchés (les **règles relatives aux marchés**⁴), lesquelles comprennent le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**), le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le **Règlement 23-101**) et les instructions générales connexes (l'**Instruction générale 21-101** et l'**Instruction générale 23-101**, respectivement).

Les règles relatives aux marchés ont été mises en place aux fins suivantes :

- promouvoir la concurrence et fournir davantage de choix aux investisseurs;
- améliorer la formation des cours;
- réduire les coûts d'exécution;
- améliorer l'intégrité du marché.

⁴ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2001-08-31/2001aout31-21-101-avispubl-fr.pdf>.

-4-

Dans les paragraphes qui suivent, nous donnons un aperçu de certaines caractéristiques centrales du marché qui ont depuis de nombreuses années orienté la réflexion sur les changements réglementaires à apporter sur le marché canadien et qui ont servi de référence non seulement pour le développement continu des règles relatives aux marchés, mais également pour des travaux réglementaires portant sur la liquidité invisible⁵ et sur la règle sur la protection des ordres⁶. Nous présentons également un sommaire des aspects pertinents de notre cadre réglementaire et des objectifs de sa mise en œuvre.

2.3.1 Principales caractéristiques d'un marché

Les principales caractéristiques suivantes d'un marché ont été décrites dans plusieurs publications, dont le rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation du marché établi en 1997, *Responding to the Challenge*, et dans le rapport rédigé par Erik Kirzner⁷. Ces caractéristiques nous paraissent toujours pertinentes, en particulier à la lumière des préoccupations soulevées par l'internalisation.

1. Liquidité

La liquidité peut être définie comme la capacité du marché à absorber les ordres d'achat et de vente des clients sur un titre donné au dernier cours vendeur ou à un cours s'y rapprochant. Plus les ordres et les actions disponibles à un cours donné sont nombreux, plus le marché est liquide. Certaines caractéristiques propres à la liquidité sont la profondeur et l'ampleur du marché ainsi que la résilience⁸.

2. Immédiateté

L'immédiateté s'entend de la vitesse à laquelle un ordre peut être exécuté. Elle est étroitement liée à la liquidité, parce que l'augmentation de la liquidité devrait se traduire par une réduction du délai d'exécution des opérations.

3. Transparence

La transparence désigne la mesure dans laquelle l'information concernant les ordres et les opérations est diffusée en temps réel au public.

⁵ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/anterieures/valeurs-mobilieres/090930-23-404f-conspubl.pdf>.

⁶ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2014-05-15/2014mai15-23-101-avis-cons-fr.pdf>.

⁷ Kirzner, E., *Ideal Attributes of a Marketplace*, le 22 juin 2006, dans Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada, *Le Canada s'engage*, Volume 4 – *Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

⁸ La profondeur du marché s'entend du nombre d'ordres à des cours différents qui sont inscrits dans le registre. L'ampleur du marché s'entend du nombre d'actions que les investisseurs veulent acheter ou vendre à un cours donné et de la capacité d'absorption d'un ordre entrant volumineux. La résilience est la capacité du marché à attirer des ordres de sens inverse assez rapidement en cas de fluctuation des cours.

-5-

4. Formation des cours

La formation des cours s'entend du processus par lequel est établi le prix d'exécution d'un titre. L'établissement de la juste valeur de marché d'un titre repose principalement sur deux sources : l'offre et la demande, qui indiquent la volonté d'un participant d'effectuer une opération sur le titre à un cours donné, et l'information sur les opérations.

5. Équité

L'équité s'entend à la fois de l'impression et du fait que tous les participants sont assujettis aux mêmes règles et conditions et que personne ni aucun groupe n'est indûment avantagé ou désavantagé par rapport à d'autres. L'« équité » d'un marché peut se rapporter à l'équité de l'accès à un marché donné ou au marché dans son ensemble, à l'équité de l'accès à l'information sur les opérations ou à l'équité du traitement des ordres.

6. Intégrité du marché

L'intégrité du marché s'entend du degré de confiance envers le marché dans son ensemble ou envers un marché en particulier. La confiance est étroitement liée à l'impression que les investisseurs ont de l'équité du marché et à l'efficacité de l'encadrement réglementaire.

Question 2 : **Toutes ces caractéristiques sont-elles des facteurs pertinents sur le plan de la réglementation? Dans la négative, veuillez indiquer celles qui ne le sont pas et pourquoi.**

Question 3 : **L'internalisation a-t-elle un lien avec chacune de ces caractéristiques? Si d'autres caractéristiques devraient être prises en compte dans le contexte de l'internalisation, veuillez indiquer lesquelles et pourquoi.**

2.3.2 Règles relatives aux marchés

Les règles relatives aux marchés ont été établies dans le but d'instaurer un cadre réglementaire permettant la concurrence entre les bourses et les systèmes de négociation parallèle (les **SNP**) qui :

- permettrait aux investisseurs de choisir un mode d'exécution ou le type de marché;
- améliorerait la formation des cours;
- réduirait les coûts d'exécution;
- améliorerait l'intégrité du marché⁹.

Les divers éléments des règles relatives aux marchés procèdent des principales caractéristiques d'un marché exposées ci-dessus et prévoient des exigences destinées à assurer l'équité et

⁹ Voir <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2003-07-11/2003juil11-21-101-aviscons-fr.pdf>.

-6-

l'efficacité de la négociation. Les dispositions qui concernent l'internalisation sont décrites ci-après.

a) Définition du terme « marché » et réglementation des marchés

Dans la poursuite des objectifs du cadre réglementaire, la définition du terme « marché » est un élément clé des règles relatives aux marchés. C'est ainsi qu'y sont désignés les différents types de systèmes de négociation qui appartiennent aux opérations¹⁰.

Dans le Règlement 21-101, le terme « marché » s'entend¹¹ :

- d'une bourse;
- d'un système de cotation et de déclaration d'opérations;
- de toute personne qui fournit un marché ou un mécanisme qui utilise des méthodes éprouvées, non discrétionnaires¹² afin de réunir les ordres sur des titres de nombreux acheteurs et vendeurs¹³;
- d'un courtier qui exécute hors marché une opération sur un titre coté.

L'Instruction générale 21-101 fournit les indications suivantes concernant le lien entre l'internalisation et les activités de courtage :

- Le courtier qui internalise des ordres portant sur des titres cotés et n'exécute ni ne déclare les opérations par l'entremise d'une bourse ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations conformément aux règles de cette bourse ou de ce système est considéré comme un marché, conformément à la définition de ce terme¹⁴.
- Le courtier qui utilise un système d'appariement des ordres d'achat et de vente ou d'appariement des ordres avec des ordres de sens inverse hors marché et qui achemine les

¹⁰ Paragraphe 1 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

¹¹ La *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario prévoit une définition semblable du terme « marché ».

¹² Selon le paragraphe 4 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101, les « méthodes éprouvées, non discrétionnaires » comprennent toute méthode qui dicte les modalités de négociation entre plusieurs acheteurs et vendeurs qui entrent des ordres dans le système. Font notamment partie de ces méthodes, le fait de fournir un mécanisme de négociation ou d'établir des règles pour les opérations entre les participants au marché. Des règles qui imposent des priorités d'exécution, comme des règles de priorité fondées sur le temps et le prix, seraient réputées des « méthodes éprouvées, non discrétionnaires ».

¹³ Le paragraphe 3 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101 précise qu'une personne est réputée regrouper des ordres sur des titres dans les deux cas suivants : *a)* si elle affiche ou fait connaître d'une autre façon aux participants au marché les indications d'intérêt en vue de négociations entrées dans le système, *b)* si elle centralise les ordres reçus en vue de leur traitement et de leur exécution (abstraction faite du niveau d'automatisation utilisé).

¹⁴ Paragraphe 1 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

-7-

ordres appariés à un marché sous forme d'application peut être considéré comme exploitant un marché¹⁵.

b) Accès équitable

L'obligation d'accès équitable empêche les marchés d'interdire sans motif valable l'accès aux services qu'ils fournissent et d'imposer des conditions d'accès ou d'autres limites à cet égard¹⁶. Elle interdit également la discrimination déraisonnable entre les clients, les émetteurs et les participants au marché¹⁷. Lorsqu'un système est considéré comme un marché (y compris lorsque les activités d'internalisation des courtiers pourraient être considérées comme tel), l'obligation d'accès équitable s'applique.

c) Meilleure exécution

Si les marchés peuvent instituer des règles supplémentaires, le Règlement 23-101 établit néanmoins l'ensemble de règles de négociation communes de base qui s'appliquent à tous les marchés afin d'en garantir l'intégrité, notamment la meilleure exécution. En vertu de la législation en valeurs mobilières, les courtiers ont l'obligation fondamentale d'agir avec honnêteté, bonne foi et équité dans leurs relations avec leurs clients. L'obligation de meilleure exécution découle de cette obligation et exige que les courtiers qui agissent pour le compte d'un client fassent des efforts raisonnables pour obtenir les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues¹⁸. Bien que la meilleure exécution ne soit pas évaluée à chaque opération, les courtiers devraient établir et suivre des politiques et des procédures pour réaliser la meilleure exécution et examiner régulièrement l'efficacité de ces politiques et procédures¹⁹.

Ces obligations visent deux objectifs : *i*) renforcer la confiance des investisseurs et *ii*) favoriser l'équité du marché.

Lorsqu'un courtier prend des mesures pour augmenter l'ampleur des ordres clients qui sont internalisés, la meilleure exécution est un élément important à considérer pour le courtier (compte tenu de ses obligations), mais également pour les ACVM et l'OCRCVM dans le contexte de travaux futurs de réglementation.

2.3.3 Règles universelles d'intégrité du marché

En vertu du Règlement 23-101, les bourses sont tenues de régler leurs membres directement ou par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation²⁰, et les SNP doivent retenir les services d'un tel fournisseur afin de surveiller le SNP et ses adhérents²¹. L'OCRCVM est le fournisseur de services de réglementation de tous les marchés de titres de capitaux propres au Canada et l'organisme d'autoréglementation chargé de surveiller l'ensemble

¹⁵ Paragraphe 8 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

¹⁶ Article 5.1 du Règlement 21-101.

¹⁷ Paragraphe 3 de l'article 5.1 du Règlement 21-101.

¹⁸ Partie 4 du Règlement 23-101 et Règle 3300 des courtiers membres de l'OCRCVM.

¹⁹ Paragraphe 3 de l'article 4.1 de l'Instruction générale 23-101.

²⁰ Article 7.1 du Règlement 23-101.

²¹ Article 8.3 du Règlement 23-101.

-8-

des courtiers et des opérations effectuées sur ces marchés. Les Règles universelles d'intégrité du marché (les **RUIM**) de l'OCRCVM ont pour objet de promouvoir le bon fonctionnement d'un marché équitable. Les RUIM sont « universelles » en ce sens qu'elles s'appliquent à la négociation sur l'ensemble des marchés de titres de capitaux propres et des personnes qui accèdent à ces marchés²², et elles ont été établies avec la conviction que la mise en œuvre d'un ensemble unique de règles appliquées de manière uniforme constitue le meilleur moyen de garantir l'intégrité du marché²³. Les objectifs sous-jacents des RUIM sont compatibles avec les règles relatives aux marchés et les principales caractéristiques d'un marché. Un certain nombre de dispositions des RUIM qui peuvent s'appliquer à l'internalisation sont analysées ci-après.

a) Paragraphe 6.3 des RUIM, Diffusion des ordres clients

Sous réserve de certaines exceptions, les participants²⁴ doivent immédiatement saisir les ordres clients dont la taille est inférieure à la taille requise pour qu'un ordre soit affiché sur un marché qui affiche les ordres²⁵. Les principaux objectifs réglementaires de la diffusion des petits ordres sur le marché sont les suivants :

- améliorer la liquidité;
- veiller à ce que les petits ordres pouvant être exécutés sur un marché soient exécutés et à ce que leur saisie sur le marché ne soit pas retenue ou reportée inutilement;
- contribuer à la formation des cours.

Toutefois, un courtier peut retenir un ordre si la saisie immédiate de celui-ci n'est pas dans l'intérêt du client. Le participant qui retient un ordre doit garantir ce qui suit :

- le client obtiendra un prix au moins égal à celui qu'il aurait obtenu si le courtier avait exécuté l'ordre client dès sa réception;
- si le participant exécute l'ordre contre un ordre propre, le client obtiendra un meilleur cours²⁶ que celui qu'il aurait obtenu si le courtier avait exécuté l'ordre client dès sa réception.

²² À l'heure actuelle, seuls les participants et les personnes ayant droit d'accès, au sens attribué à ces termes dans les RUIM, peuvent accéder aux marchés pour lesquels l'OCRCVM est le fournisseur de services de réglementation.

²³ https://www.bcsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy2/PDF/23-401_UMI_Rules/ (version anglaise seulement).

²⁴ Dans les RUIM, le terme « participant » s'entend *a)* soit d'un courtier inscrit conformément à la législation en valeurs mobilières d'un territoire qui est, selon le cas : *i)* membre d'une bourse, *ii)* utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations, *iii)* adhérent d'un SNP; *b)* soit d'une personne qui a accès à la négociation sur un marché et qui exerce les fonctions d'un teneur de marché des instruments dérivés.

²⁵ Sous réserve de certaines exceptions, tous les ordres visant au plus 50 unités de négociation standard doivent être saisis aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres.

²⁶ Dans les RUIM, le terme « meilleur cours » s'entend, l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné : *a)* d'un cours inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours

-9-

Le paragraphe 6.3 des RUIIM peut s'appliquer à l'internalisation en ce sens que, lorsque les petits ordres sont internalisés par les courtiers, il y a lieu de vérifier si certains éléments des objectifs réglementaires sont respectés.

b) Paragraphe 6.4 des RUIIM, Obligation de négocier sur un marché

En vertu du paragraphe 6.4 des RUIIM, les participants au marché et leurs entités liées doivent, sous réserve de certaines exceptions, exécuter les ordres sur un marché. Cette disposition a pour principal objectif réglementaire d'améliorer la liquidité, de soutenir la formation des cours et de contribuer à la transparence.

Le paragraphe 6.4 des RUIIM peut s'appliquer à l'internalisation en raison du fait que dans des territoires tels que les États-Unis, l'exécution d'ordres d'investisseurs individuels peut se faire hors marché. Cette différence notable est un facteur qui influe sur la manière dont le marché canadien a évolué; nous en tiendrons compte et en discuterons à l'occasion d'éventuels travaux de réglementation.

c) Paragraphe 8.1 des RUIIM, Exécution d'ordres clients pour compte propre

Selon le paragraphe 8.1 des RUIIM, les transactions pour compte propre sur de petits ordres clients doivent être exécutées à un meilleur cours afin d'éviter tout conflit inhérent à ce genre de transactions²⁷ et de s'assurer que de tels conflits sont réglés à l'avantage du client. Il est précisé ce qui suit à l'article 2 de la politique 8.1 :

- Certains clients nécessitent une plus grande protection contre les conflits d'intérêts susceptibles de naître dans le cadre de transactions pour compte propre. En principe, la responsabilité qui incombe au participant à cet égard diminue si le client est un investisseur institutionnel bien informé sur l'état du marché.
- À défaut de discussions préalables où le client est informé que son ordre sera exécuté dans le cadre d'une transaction pour compte propre, ou faute d'instructions permanentes sur le traitement des ordres, le participant doit juger s'il y a lieu de prendre certaines mesures pour vérifier qu'il n'existe pas de meilleur cours.

Le paragraphe 8.1 des RUIIM peut s'appliquer à l'internalisation en ce sens que, lorsqu'un courtier prend des mesures pour internaliser de petits ordres clients, ces ordres doivent être exécutés conformément aux dispositions applicables, y compris le paragraphe 8.1 des RUIIM.

vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est inférieur de un échelon de cotation au meilleur cours vendeur, le cours doit être inférieur d'au moins un demi-échelon de cotation; et b) d'un cours supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est supérieur de un échelon de cotation au meilleur cours acheteur, le cours doit être supérieur d'au moins un demi-échelon de cotation.

²⁷ Avis sur les règles 12-0130 de l'OCRCVM, à la p. 7.

-10-

d) Définition du terme « unité de négociation standard »

L'applicabilité des paragraphes 6.3 et 8.1 des RUIIM à un ordre donné est déterminée selon le seuil de 50 unités de négociation standard²⁸. Ce seuil vise à englober les petits ordres qui sont représentatifs des ordres des clients non institutionnels²⁹.

Partie 3 – Ampleur de l'internalisation au Canada

Pour commencer l'examen des enjeux liés à l'internalisation, il nous paraît approprié de comprendre l'ampleur des opérations internalisées du flux d'ordres sur les marchés canadiens. Une analyse quantitative figure, à cette fin, à l'Annexe A. Elle porte sur les éléments suivants :

- les applications intentionnelles;
- les applications non intentionnelles;
- le recours à la direction préférentielle du flux d'ordres dans certains marchés au Canada.

Les faits saillants des statistiques présentées à l'Annexe A sont exposés ci-après.

3.1 Applications intentionnelles et applications non intentionnelles

La partie 1 de l'Annexe A présente des données relatives à l'ampleur des applications intentionnelles et non intentionnelles pour la période de janvier 2016 à juin 2018. Entre autres, les données sont présentées par tranches de six mois et montrent, en volume, valeur et nombre d'opérations, la moyenne de tous les ordres d'exécution résultant d'applications intentionnelles ou non intentionnelles. Pour la période la plus récente examinée (janvier à juin 2018), ces moyennes s'établissent comme suit :

Applications non intentionnelles, en nombre	13,91 %
Applications non intentionnelles, en volume	12,75 %
Applications non intentionnelles, en valeur	13,40 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,11 %
Applications intentionnelles, en volume	8,87 %
Applications intentionnelles, en valeur	11,67 %

Les variations nettes de la moyenne pour les six premiers mois de 2018 par rapport à celle des six premiers mois de 2016 s'établissent comme suit :

²⁸ Dans les RUIIM, le terme « unité de négociation standard » s'entend *a)* à l'égard d'un instrument dérivé, d'un contrat, *b)* à l'égard d'un titre d'emprunt qui est un titre inscrit ou un titre coté en bourse, de 1 000 \$ de capital, ou *c)* à l'égard d'un titre de participation ou d'un titre semblable : *i)* de 1 000 unités d'un titre négocié à un prix inférieur à 0,10 \$ l'unité, *ii)* de 500 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 0,10 \$ l'unité mais inférieur à 1,00 \$ l'unité, et *iii)* de 100 unités d'un titre négocié à un prix égal ou supérieur à 1,00 \$ l'unité.

²⁹ L'OCRCVM évalue en ce moment si ce seuil permet toujours l'atteinte des objectifs des dispositions des RUIIM auxquels il est applicable. La modification du seuil par suite de cette évaluation pourrait entraîner une augmentation du nombre d'ordres soumis aux paragraphes 6.3 et 8.1 des RUIIM et éventuellement avoir une incidence sur la manière dont les courtiers interagissent avec les ordres de leurs clients.

-11-

Applications non intentionnelles, en nombre	1,64 %
Applications non intentionnelles, en volume	0,90 %
Applications non intentionnelles, en valeur	1,96 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,06 %
Applications intentionnelles, en volume	-2,66 %
Applications intentionnelles, en valeur	-1,51 %

3.2 Direction préférentielle du flux d'ordres

La partie 2 de l'Annexe A détaille l'ampleur des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres (soit l'exécution d'un ordre avant tout ordre ayant la priorité temporelle qui est saisi au même cours par un autre courtier) pour la période de janvier 2017 à juillet 2018. Comme les marchés canadiens ne sont pas tous en mesure de retracer avec précision les opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres, les données présentées ne proviennent que des marchés ayant été en mesure de fournir l'information pertinente.

L'information est présentée selon le volume total, la valeur totale et le nombre total d'opérations, de même qu'en pourcentage de ces données. Elle est ensuite présentée par type d'opération, soit de client à client, de client à inventaire et les autres.

Au cours de la période de janvier 2017 à juillet 2018, les données suivantes représentent le volume moyen, la valeur moyenne et le nombre moyen d'opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres exprimés en pourcentage du volume total, de la valeur totale et du nombre total d'opérations.

Nombre d'opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres	Moyenne exprimée en pourcentage du nombre total d'opérations
De client à client	3,91 %
De client à inventaire	1,06 %
Autres	0,35 %

Volume des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres	Moyenne exprimée en pourcentage du volume total des opérations
De client à client	4,44 %
De client à inventaire	2,03 %
Autres	0,30 %

-12-

Valeur des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres	Moyenne exprimée en pourcentage de la valeur totale des opérations
De client à client	2,54 %
De client à inventaire	1,81 %
Autres	0,27 %

Partie 4 – Préoccupations et enjeux

Les sections suivantes traitent de certaines des principales préoccupations et de certains des principaux enjeux relevés en ce qui a trait à l'internalisation. Elles abordent notamment les questions suivantes :

- l'opposition entre le bien commun et le bien individuel;
- l'incidence de la direction préférentielle du flux d'ordres dans un marché canadien en évolution;
- la façon dont les systèmes exploités par les courtiers qui tirent parti de la technologie de pointe peuvent entrer dans la définition de « marché » selon le régime réglementaire canadien (et les règles correspondantes des marchés);
- l'investisseur individuel et la segmentation des ordres d'investisseurs individuels, qui sont indissociables des préoccupations concernant l'augmentation de l'internalisation.

4.1 Opposition entre bien commun et bien individuel

L'internalisation des ordres clients peut éventuellement profiter à la fois au courtier qui internalise les ordres et à ses clients. Certains ordres clients peuvent être d'une taille suffisante pour être négociés à plusieurs cours dans un registre d'ordres, ce qui entraîne une « incidence sur le marché » et un résultat d'exécution moins avantageux. D'autres ordres peuvent être d'une taille suffisante pour devoir être acheminés à plusieurs marchés de manière à avoir accès à toute la liquidité disponible. Selon la technologie utilisée, les temps de latence du réseau et l'état du registre d'ordres au moment de l'arrivée de l'ordre sur un marché, les volumes d'exécution peuvent ne pas être ceux escomptés s'il y a eu des changements dans la liquidité disponible. Lorsqu'un courtier internalise un ordre client et l'exécute à un seul cours, la qualité d'exécution pour les clients pourrait s'en trouver accrue. Les courtiers pourraient également bénéficier d'une réduction des coûts de négociation ou de traitement post-marché, dont leurs clients pourraient bénéficier en définitive.

Compte tenu de ce qui précède, il peut sembler raisonnable d'avancer que, dans certaines circonstances, l'internalisation des ordres clients est dans l'intérêt du client et aide le courtier à remplir ses obligations de meilleure exécution. Toutefois, il y a lieu de se demander si et comment le fait que les courtiers agissent collectivement d'une manière qui maximise leurs avantages et ceux de leurs propres clients influe sur le marché dans son ensemble. Lorsqu'un courtier internalise un ordre client qui aurait autrement été négocié avec des ordres affichés, un autre participant au marché enregistré, du moins dans l'immédiat, un résultat inférieur. De plus, la concentration d'ordres interagissant en vase clos au sein de certains courtiers pourrait entraîner des résultats inférieurs pour les participants qui ne sont pas des clients de ces courtiers. Une telle

-13-

situation soulève d'importantes questions quant à l'équilibre entre les principes d'équité et d'intégrité du marché (c'est-à-dire la confiance dans le marché) et la reconnaissance du fait que la technologie a fourni les outils permettant d'obtenir des résultats de négociation offrant des avantages mesurables à certains courtiers et à leurs clients.

- Question 4 :** **Veillez nous faire part de vos réflexions sur l'opposition entre bien commun et bien individuel dans le contexte de l'internalisation et de la meilleure exécution.**
- Question 5 :** **Veillez fournir des données concernant les mesures de la qualité du marché sur lesquelles l'internalisation a eu une incidence. Veuillez préciser s'il existe des différences quantifiables entre titres de capitaux propres liquides et non liquides.**
- Question 6 :** **À l'intention des participants au marché : veuillez fournir des données illustrant les incidences que vos propres efforts (ou ceux des courtiers qui exécutent vos ordres) pour internaliser les ordres clients (par exemple, économies de coûts, amélioration de la qualité d'exécution) ou que l'internalisation effectuée par d'autres participants au marché (par exemple, qualité d'exécution inférieure, taux réduits d'exécution des ordres) ont sur vous ou sur vos clients.**

4.2 Direction préférentielle du flux d'ordres et principales caractéristiques d'un marché

La direction préférentielle du flux d'ordres est une caractéristique plutôt unique des marchés canadiens³⁰ qui a été un sujet de discorde au fil des ans. Certains participants au marché s'inquiètent du conflit apparemment inhérent à cette pratique dans des systèmes de négociation qui, par ailleurs, priorisent les répartitions d'opérations en fonction du meilleur cours, puis en fonction du moment de la saisie de l'ordre. D'autres encore considèrent que cette pratique avantage surtout les courtiers qui ont les plus gros volumes d'ordres clients, qu'elle limite l'accès à ces ordres à ces seuls courtiers et qu'elle est en porte-à-faux avec les principes généraux d'équité.

En revanche, ses défenseurs sont d'avis qu'un mécanisme d'internalisation « sur le marché » comme la direction préférentielle du flux d'ordres est plus favorable et potentiellement plus utile à la qualité du marché que les solutions de rechange. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, dans d'autres territoires, tels que les États-Unis, de nombreux ordres sont négociés « hors marché » par les courtiers et ne sont donc jamais mis en disponibilité sur le marché dans son ensemble. Si la direction préférentielle du flux d'ordres devait être interdite ou considérablement réduite, certains craignent que les courtiers cherchent d'autres moyens pour obtenir les mêmes résultats à l'extérieur des registres d'ordres transparents au Canada.

La direction préférentielle du flux d'ordres peut également être vue comme une mesure incitant les courtiers (ou leurs clients qui ont un accès direct au marché) à afficher la liquidité dans un

³⁰ Bien que la direction préférentielle du flux d'ordres ait déjà été utilisée sur certains marchés aux États-Unis, à notre connaissance, il existe actuellement peu d'autres exemples d'utilisation de ce type de priorité d'appariement sur d'autres marchés ailleurs dans le monde.

-14-

registre d'ordres transparent. Or, les opposants à cette pratique soutiennent qu'elle a un effet dissuasif sur la formation des cours, tandis que ses défenseurs affirment le contraire.

Bien que la direction préférentielle du flux d'ordres fasse partie du marché canadien depuis de nombreuses années, il n'existe à notre connaissance aucune étude ni aucune preuve démontrant qu'elle nuit à la qualité du marché. Toutefois, il est difficile de déterminer l'incidence qu'aurait sur le marché en général l'utilisation de systèmes permettant de tirer parti de la direction préférentielle du flux d'ordres et de faciliter l'internalisation automatisée (décrite plus en détail ci-après) et l'augmentation de l'ampleur des ordres pouvant ainsi être internalisés. Au fil du temps, le recours accru à la direction préférentielle du flux d'ordres afin d'internaliser des quantités beaucoup plus importantes d'ordres pourrait se faire sentir sur la liquidité, la formation des cours, l'équité et l'intégrité du marché, des caractéristiques qui, selon nous, sont importantes pour le bon fonctionnement du marché canadien. Certes, les résultats de l'exécution peuvent être positifs pour les clients, mais nous devons tenir compte de l'incidence sur le marché en général.

- Question 7 :** **Veillez nous indiquer quels sont, selon vous, les avantages ou les inconvénients de la direction préférentielle du flux d'ordres?**
- Question 8 :** **À l'intention des participants au marché : veuillez fournir, si possible, des données illustrant l'incidence (positive ou négative) de la direction préférentielle du flux d'ordres sur l'exécution de vos ordres ou de ceux de vos clients.**
- Question 9 :** **À votre avis, la direction préférentielle du flux d'ordres offre-t-elle plus d'avantages aux courtiers les plus importants?**
- Question 10 :** **La direction préférentielle du flux d'ordres a-t-elle sur les titres de capitaux propres non liquides ou peu négociés une incidence (positive ou négative) différente de celle qu'elle a sur les titres de capitaux propres liquides?**

4.3 Interprétation de la définition de « marché »

Comme nous l'avons mentionné précédemment, un marché comporte les deux caractéristiques principales suivantes :

- a)* il réunit les ordres de nombreux acheteurs et vendeurs;
- b)* il permet aux ordres d'interagir au moyen de méthodes éprouvées, non discrétionnaires.

La définition actuelle de « marché » est demeurée essentiellement la même depuis la mise en œuvre initiale des règles relatives aux marchés en 2001. Toutefois, la technologie a changé à bien des égards depuis ce temps et a contribué substantiellement à l'évolution du marché canadien des titres de capitaux propres. Elle a à la fois accru l'efficacité de notre marché et contribué à la complexité de la négociation. La technologie a également aidé les courtiers à apparier plus efficacement les ordres de leurs propres clients et à fournir des liquidités à des clients pour leur compte propre. Ces tâches étaient autrefois manuelles en grande partie, mais la technologie a permis aux courtiers de les automatiser.

-15-

4.3.1 Appariement automatisé par opposition aux ordres clients sur un marché

Le terme « appariement » n'est pas défini en tant que tel dans le Règlement 21-101, mais il désigne le processus consistant à mettre en rapport un acheteur et un vendeur, en vue de l'exécution d'une éventuelle opération. L'Instruction générale 21-101 donne des indications supplémentaires et précise qu'un système qui se contente d'acheminer des ordres non appariés à un marché pour exécution ne serait pas considéré comme un marché³¹. Toutefois, elle précise également que le courtier qui utilise un système d'appariement des ordres d'achat et de vente ou d'appariement des ordres avec des ordres de sens inverse hors marché et qui achemine les ordres appariés à un marché sous forme d'application pourrait être considéré par les autorités en valeurs mobilières du Canada comme exploitant un marché au sens du sous-paragraphe *iii* du paragraphe *a* de la définition de « marché »³².

Des systèmes peuvent être utilisés par des courtiers qui repèrent d'éventuelles occasions d'acheminer à un marché deux ordres « non appariés » qui peuvent être exécutés et internalisés au moyen de la direction préférentielle du flux d'ordres. Un courtier peut, par diverses techniques, internaliser de tels ordres avec un degré élevé de certitude.

Bien qu'ils n'aient pas été envisagés au moment de la rédaction des règles relatives aux marchés, les systèmes fonctionnant d'une manière similaire à celle qui est décrite précédemment peuvent sembler présenter les caractéristiques d'un marché au sens du Règlement 21-101 et des indications données dans l'Instruction générale 21-101. Les systèmes peuvent automatiquement repérer d'éventuelles occasions d'internalisation et utiliser divers processus servant principalement à mettre en rapport des ordres clients et des ordres pour compte propre qui, selon la méthode d'appariement d'ordres non discrétionnaire établie par un marché, pourraient être exécutés avec un degré élevé de certitude. Les ordres sont exécutés comme une application « non intentionnelle » au moyen de la direction préférentielle du flux d'ordres, mais les processus automatisés et les opérations qui en résultent sont de nature intentionnelle.

De plus, l'automatisation de ce type d'activité des courtiers pourrait élargir considérablement la portée des ordres auxquels ces processus peuvent être appliqués. Sous réserve de paramètres prédéterminés et systématiques, la technologie peut réunir ou « apparier » les ordres d'achat et de vente de grandes catégories individuelles des ordres d'un courtier. La capacité d'automatiser l'internalisation à grande échelle d'ordres clients peut également amener à se demander si les activités présentent suffisamment de caractéristiques d'un marché pour être soumises à certaines dispositions des règles relatives aux marchés.

Question 11 : **Pensez-vous qu'un courtier qui internalise les ordres de manière automatisée et systématique devrait être considéré comme un « marché », au sens des règles relatives aux marchés? Pourquoi?**

4.4 Segmentation des ordres d'investisseurs individuels

Dans le contexte de l'exécution des opérations, la segmentation des ordres désigne la séparation des ordres par catégorie ou type de participants au marché. Cette segmentation peut se faire par diverses méthodes et, dans le contexte canadien, elle porte généralement sur les ordres

³¹ Paragraphe 8 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

³² Paragraphe 8 de l'article 2.1 de l'Instruction générale 21-101.

-16-

d'investisseurs individuels. Ceux-ci comportent une proposition de valeur unique pour une variété de participants au marché. Ces ordres ont de la valeur non seulement pour le courtier responsable de leur exécution, mais aussi pour les contreparties qui prennent le sens opposé de l'ordre (y compris d'autres investisseurs, les teneurs de marché et les sociétés de négociation pour compte propre), ainsi que les marchés sur lesquels les ordres sont exécutés.

Pour les teneurs de marché ou les sociétés de négociation pour compte propre, les ordres d'investisseurs individuels ont de la valeur parce que leur négociation comporte moins de risques. Comme ils sont souvent de plus petite taille, tendent à être, dans l'ensemble, non directionnels et peuvent être perçus comme moins avertis, ils peuvent être des contreparties rentables dans les stratégies de négociation visant à fournir de la liquidité ou à saisir l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur.

Pour un courtier, une partie de la valeur des ordres d'investisseurs individuels peut également être liée à leur attrait à titre de contrepartie à une opération. Dans certains territoires, les courtiers sont souvent rémunérés pour leurs ordres d'investisseurs individuels. Des sociétés indépendantes paient pour le droit d'exécuter de tels ordres, puis effectuent des opérations hors marché pour leur compte propre. Ces types de mécanismes ne sont pas permis dans le cadre réglementaire canadien.

Les investisseurs individuels peuvent aussi avoir tendance à exiger l'exécution immédiate des opérations (c'est-à-dire utiliser des ordres au marché ou des ordres à cours limité négociables) plus fréquemment que d'autres types de clients. Les ordres d'investisseurs individuels peuvent ainsi coûter plus cher à exécuter que d'autres ordres pour un courtier, surtout lors de l'exécution sur des marchés exigeant des droits pour les ordres qui retirent de la liquidité d'un registre d'ordres (comme le barème de droits « teneur-preneur » standard sur le marché³³). Par conséquent, les courtiers peuvent chercher des moyens de réaliser la meilleure exécution des ordres d'investisseurs individuels tout en réduisant au minimum les coûts connexes.

Les ordres d'investisseurs individuels ont également de la valeur pour les marchés, car ils ont pour effet d'intéresser des fournisseurs de liquidité motivés à agir comme contreparties à ces ordres, ce qui peut entraîner une augmentation du volume des opérations, de la part de marché et des revenus du marché.

Du fait de la valeur des ordres d'investisseurs individuels pour divers participants au marché, les marchés canadiens ont proposé ou instauré un certain nombre de méthodes de segmentation tant explicite qu'implicite de ces ordres. Le barème classique de droits de négociation teneur-preneur est devenu un barème teneur-preneur inversé, selon lequel un rabais est versé pour un ordre qui retire de la liquidité d'un registre d'ordres et des droits sont imposés pour l'exécution d'un ordre qui fournit de la liquidité. Le barème de droits inversé est attrayant pour les courtiers d'investisseurs individuels soucieux des coûts et pour les fournisseurs de liquidité qui cherchent à prendre le sens opposé des ordres d'investisseurs individuels et qui sont disposés à payer des droits pour ce faire.

³³ Selon le barème de droits de négociation teneur-preneur, des droits sont imposés pour l'exécution d'un ordre qui retire de la liquidité d'un registre d'ordres et un rabais est versé au fournisseur de liquidité pour la même opération.

-17-

Depuis de nombreuses années, les marchés opaques³⁴ au Canada suscitent également des considérations liées à la segmentation des ordres et à l'internalisation. Par exemple, en 2010, Alpha ATS LP a proposé d'introduire IntraSpread, mécanisme de négociation d'ordres invisibles faisant partie d'Alpha ATS qui cherchait à faire approuver l'introduction d'un ordre SDL (*Seek Dark Liquidity*, c'est-à-dire « recherche de liquidité invisible ») destiné à être négocié uniquement au moyen de liquidité invisible sur IntraSpread et au moyen d'ordres provenant du même courtier³⁵. Cette caractéristique d'internalisation explicite a soulevé des préoccupations chez le personnel de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la principale autorité de réglementation d'Alpha ATS à ce moment-là) et chez certains intervenants ayant participé au processus de consultation publique. La proposition a été ultérieurement révisée³⁶, mais visait au départ à établir un mécanisme offrant aux fournisseurs de liquidité la possibilité d'interagir exclusivement avec les ordres d'investisseurs individuels d'une manière qui permettrait d'améliorer les cours des ordres de clients individuels et qui donnerait aux courtiers d'investisseurs individuels un moyen de gérer plus efficacement les coûts de négociation.

En outre, certains marchés ont imposé des délais de traitement des ordres qui visent à en ralentir l'exécution. Dans certains cas, ces délais sont implicitement appliqués de manière à rendre le marché potentiellement moins attrayant pour certains ordres et certaines stratégies de négociation (telles que celles des investisseurs institutionnels) et peut-être plus intéressant pour les courtiers d'investisseurs individuels et les contreparties cherchant à négocier des ordres d'investisseurs individuels.

Les bourses reconnues au Canada ont utilisé d'autres méthodes pour segmenter les ordres d'investisseurs individuels. Les programmes associés aux teneurs de marché boursier ont été révisés de manière à permettre aux teneurs de marché, dans certaines circonstances, d'interagir plus exclusivement avec les ordres d'investisseurs individuels. Ces programmes permettent essentiellement au teneur de marché d'interagir avec les ordres « admissibles » au meilleur cours acheteur ou vendeur disponible, après que tous les ordres visibles sur ce marché ont été négociés. La définition d'ordre « admissible » se limite essentiellement aux ordres d'investisseurs individuels. Un teneur de marché a ainsi la possibilité d'interagir exclusivement avec le solde restant de l'ordre d'un investisseur individuel qui a été négocié avec toute la liquidité disponible au meilleur cours acheteur ou vendeur.

La segmentation n'est pas opérée que par les marchés. Ainsi, lorsqu'ils élaborent des systèmes pour internaliser les ordres, tels que ceux mentionnés précédemment, les courtiers peuvent segmenter expressément les ordres de leurs propres clients, en ciblant les ordres de leurs clients individuels et en excluant ceux d'autres types de clients. Les préoccupations récemment exprimées sur la croissance de l'internalisation chez les courtiers reposent en grande partie sur la prémisse voulant que les systèmes soient utilisés pour segmenter et internaliser principalement les ordres d'investisseurs individuels, ce qui réduirait considérablement la possibilité pour le

³⁴ Un marché opaque est un marché qui n'affiche pas publiquement les ordres avant les opérations.

³⁵ Voir http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/ats_20100716_proposed-changes.pdf (en anglais seulement).

³⁶ Voir http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_ats_20101214_rfc-intraspread.htm (en anglais seulement).

-18-

marché dans son ensemble d'interagir avec ces ordres et, dès lors, pourrait entraîner des résultats d'exécution inférieurs pour les participants au marché en général.

La tendance constante à la segmentation des ordres d'investisseurs individuels soulève des questions importantes, semblables à celles qui se posent relativement à l'internalisation et de façon plus large dans le contexte des principales caractéristiques d'un marché.

Question 12 : **Considérez-vous que la segmentation des ordres est une source de préoccupation? Pourquoi? Votre avis diffère-t-il selon que la segmentation des ordres est réalisée par un courtier qui internalise ses propres ordres ou qu'elle est réalisée par les marchés ?**

4.5 Internalisation et investisseurs individuels

L'investisseur individuel est indissociable de toute analyse de l'internalisation. Dans les sections 4.1 à 4.3 du présent document de consultation, nous avons souligné des enjeux précis concernant les systèmes élaborés par les courtiers qui estompent la distinction entre les activités des courtiers et celles des marchés, et exposé des préoccupations relatives au caractère équitable de la direction préférentielle du flux d'ordres. En outre, nous abordons un enjeu qui s'inscrit dans un contexte plus général, à savoir l'opposition entre le « bien individuel » et le « bien commun » de l'ensemble du marché. Même si les ordres provenant de divers participants au marché peuvent être internalisés par divers moyens, les préoccupations récemment exprimées portent principalement sur les ordres d'investisseurs individuels.

Les discussions entourant le traitement des ordres des investisseurs individuels ne datent pas d'hier. En effet, bon nombre des questions relatives à la structure du marché que le personnel des ACVM, le personnel de l'OCRCVM et le secteur dans son ensemble ont examinées au cours des dernières années sont en quelque sorte liées à ce type d'ordres. Comme il a été mentionné précédemment, l'exécution des ordres d'investisseurs individuels a été un élément important de l'élaboration du cadre relatif à la liquidité invisible, des modifications apportées à la règle sur la protection des ordres, ainsi que des diverses propositions des marchés concernant les barèmes de droits, les délais dans le traitement des ordres et les mécanismes de tenue de marché. Elle a également été l'objet d'une publication des ACVM en 2014 faisant état des inquiétudes au sujet de la pratique consistant à acheminer des ordres d'investisseurs individuels vers les États-Unis aux fins d'exécution³⁷. Dans cette publication, les ACVM ont affirmé que « *[l]es ordres des investisseurs individuels constituent un élément essentiel de l'écosystème des marchés canadiens, et [que] les ACVM continuent d'appuyer le cadre réglementaire actuel, notamment en ce qui a trait au processus de formation des cours, qui met l'accent sur l'importance de ces ordres pour assurer la qualité du marché canadien des titres de capitaux propres* ». Nous avons en outre exprimé nos préoccupations en ce qui concerne l'intérêt public en déclarant que les ACVM craignent « *que la généralisation du transfert des flux d'ordres d'investisseurs individuels vers les courtiers américains puisse nuire à la qualité du marché canadien et dégrader la qualité de l'exécution des ordres passés par les investisseurs.* » Ces mêmes questions demeurent pertinentes dans le contexte du présent document de consultation sur l'internalisation.

³⁷ Voir <https://lautorite.qc.ca/grand-public/salle-de-presse/actualite/fiche-dactualite/les-autorites-en-valeurs-mobilieres-du-canada-se-preoccupent-du-reacheminement-des-ordres-passes-par/>.

-19-

Il est clair que les ordres d'investisseurs individuels ont une valeur pour divers participants au marché, et divers intervenants du secteur ont engagé des ressources appréciables dans la création de moyens d'extraire cette valeur afin qu'elle bénéficie à certains, mais pas nécessairement à tous. Dans le contexte des enjeux concernant l'internalisation, nous examinons si notre cadre réglementaire peut traiter directement les questions et les problèmes liés à l'exécution des ordres d'investisseurs individuels d'une manière qui protège les intérêts de ces investisseurs tout en permettant au marché canadien des titres de capitaux propres de continuer de réunir tous les types de participants d'une manière transparente et efficace et, le cas échéant, comment il peut le faire.

Question 13 : Estimez-vous que la structure du marché canadien et le cadre réglementaire existant permettent d'obtenir des résultats d'exécution optimaux pour les ordres d'investisseurs individuels? Pourquoi?

Question 14 : Les ACVM et l'OCRCVM devraient-ils envisager de modifier le cadre réglementaire pour tenir compte des considérations relatives aux ordres d'investisseurs individuels? Dans l'affirmative, veuillez donner votre point de vue sur des questions précises qui pourraient être abordées et les solutions proposées.

Partie 5 – Autres enjeux connexes

Plusieurs autres éléments de la structure du marché canadien sont liés à l'internalisation. Nous n'en avons cependant pas traité en détail dans le présent document de consultation ou encore ces éléments n'entraient pas dans le cadre d'analyse des approches réglementaires potentielles de la question.

5.1 Opérations en bloc

Comme il en a été question, l'internalisation peut désigner différents types d'activités de négociation et peut se réaliser par divers moyens. L'un de ceux-ci est l'exécution d'une application intentionnelle, opération dans laquelle le courtier tente de trouver une contrepartie à un ordre client ou engage ses propres capitaux et assume le risque en agissant comme contrepartie à l'opération. Communément appelée « marché interne », la rétention de grands ordres pour les empêcher d'entrer immédiatement sur un marché est une pratique de longue date sur le marché canadien. Il se peut que ces opérations soient internalisées à terme, éventuellement à l'exclusion des ordres d'autres participants au marché, mais nous n'avons pas l'intention d'envisager de modifications réglementaires à cet égard, car nous sommes d'avis que ces activités peuvent faire partie intégrante à la fois de l'exécution de grands ordres et du fonctionnement efficace du marché canadien.

5.2 Liquidité invisible

Le cadre réglementaire régissant la liquidité invisible au Canada, issu d'une collaboration entre les ACVM et l'OCRCVM, a été mis en œuvre en 2012 afin d'équilibrer l'utilisation des ordres non affichés et de soutenir le processus de formation des cours. Les éléments clés du cadre sont la priorisation des ordres affichés sur les ordres non affichés au même cours sur le même marché et l'amélioration significative du cours des petits ordres exécutés contre des ordres non affichés.

-20-

On trouvera à la section 4.4 du présent document de consultation une brève description du lien historique entre l'utilisation de la liquidité invisible et la segmentation des ordres.

Nous envisagerons des manières éventuelles de régler la question de l'exécution des ordres d'investisseurs individuels, mais demeurons convaincus que le cadre relatif à la liquidité invisible établit un bon équilibre qui protège le processus de formation des cours tout en reconnaissant que la liquidité invisible joue un rôle important dans l'exécution de certaines stratégies de négociation et que l'on doit en tenir compte afin de réaliser la meilleure exécution des ordres clients. Nous n'avons pas pour le moment l'intention de réviser le cadre relatif à la liquidité invisible.

5.3 Barèmes de droits de négociation

Nous avons décrit le lien entre les barèmes de droits de négociation et l'internalisation, et le fait que les marchés se servent des barèmes de droits de négociation pour attirer ou segmenter les ordres, y compris ceux d'investisseurs individuels. Bien que les barèmes de droits de négociation soient un aspect important du débat sur l'internalisation, nous n'avons pas pour le moment l'intention d'envisager des changements qui pourraient avoir une incidence sur les barèmes qu'appliquent actuellement les marchés canadiens. En outre, le 18 décembre 2018, les ACVM ont publié pour consultation un projet d'étude pilote pour examiner l'incidence d'une limitation ou d'une interdiction des paiements de rabais par les marchés³⁸.

Question 15 : Y a-t-il d'autres aspects sur lesquels nous devrions nous pencher dans le cadre de notre examen?

Partie 6 – Prochaines étapes

Dans le présent document de consultation, nous demandons des commentaires sur divers points liés à l'internalisation. Comme la question est d'importance, nous devons veiller à ce que toutes les parties intéressées aient l'occasion de s'exprimer et à ce que tous les commentaires soient pris en compte dans notre analyse de la réglementation. En conséquence, dans le présent document de consultation, nous ne formulons pas de conclusions ni ne proposons les prochaines étapes. Nous examinerons tous les commentaires reçus et déterminerons les suites à donner à la fin de la phase de consultation.

Commentaires et observations

Nous invitons les intervenants à nous faire part de leurs commentaires sur les enjeux abordés dans le présent document de consultation. Prière de présenter des mémoires écrits sur support papier ou électronique. La période de consultation prendra fin le **lundi 13 mai 2019**.

Veillez présenter vos commentaires par écrit au plus tard le **13 mai 2019**. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

³⁸ Voir <https://lautorite.gc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2018/2018dec18-23-323-avis-acvm-cons-fr.pdf>.

-21-

Veillez adresser vos commentaires à tous les membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, gouvernement de l'Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Superintendent of Securities, Department of Service NL, gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, ministère de la Justice, gouvernement du Nunavut

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

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, rue du Square-Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514-864-6381
Consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Télécopieur : 416-593-2318
comments@osc.gov.on.ca

OCRCVM
Kevin McCoy
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières
Suite 2000, 121 King Street West
Toronto (Ontario) M5H 3T9
kmccoy@iroc.ca

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.albertasecurities.com, de l'Autorité des

-22-

marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.on.ca. Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe qu'ils précisent en quel nom leur mémoire est présenté.

Partie 7 – Questions

Veillez adresser vos questions à l'une des personnes suivantes :

Roland Geiling Analyste en produits dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca	Serge Boisvert Analyste en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca
Lucie Prince Analyste Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers lucie.prince@lautorite.qc.ca	Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kbailey@osc.gov.on.ca
Kortney Shapiro Legal Counsel, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario kshapiro@osc.gov.on.ca	Tracey Stern Manager, Market Regulation Commission des valeurs mobilières de l'Ontario tstern@osc.gov.on.ca
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission bsinclair@bcsc.bc.ca
Kevin McCoy Vice-président à la politique de réglementation des marchés et à la conformité de la conduite OCRCVM kmccoy@iiloc.ca	

Annexe AAnalyse quantitative de l'internalisation sur les marchés canadiens

La présente annexe présente une analyse quantitative des activités de négociation et des caractéristiques associées à l'internalisation des ordres.

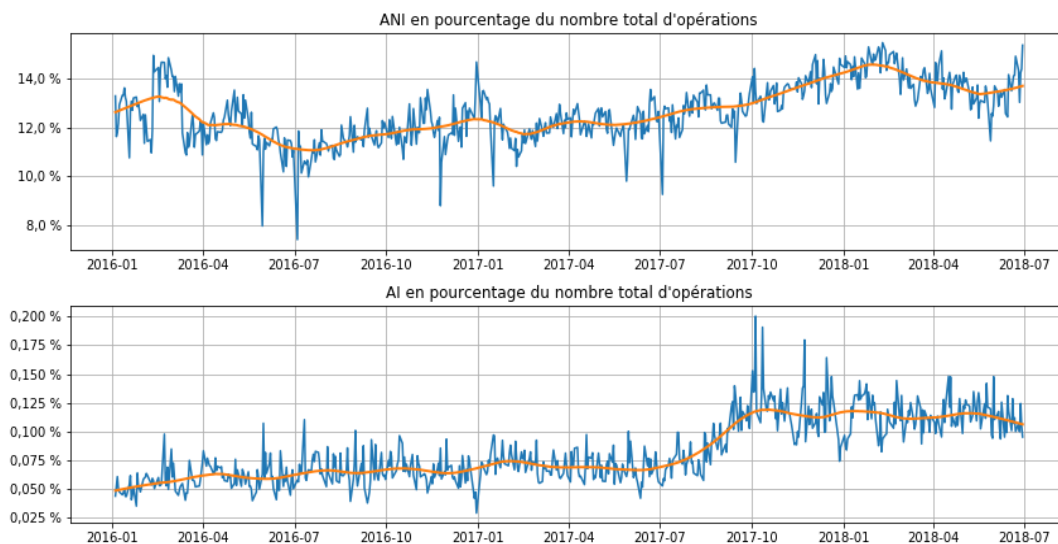
La partie 1 de l'annexe fournit des données sur l'occurrence des applications intentionnelles et non intentionnelles dans tous les marchés canadiens pour la période de janvier 2016 à juin 2018 selon les données transmises à l'OCRCVM par chaque marché à l'aide du signal MRF (*Market Regulation Feed*).

La partie 2 de l'annexe traite de l'ampleur de la direction préférentielle du flux d'ordres. Seules sont utilisées dans cette partie les données fournies par les marchés qui sont en mesure de retracer avec exactitude les opérations résultant d'ordres ne respectant pas la priorité temporelle du fait de la direction préférentielle du flux d'ordres pour les périodes de janvier 2017 à juillet 2018.

-24-

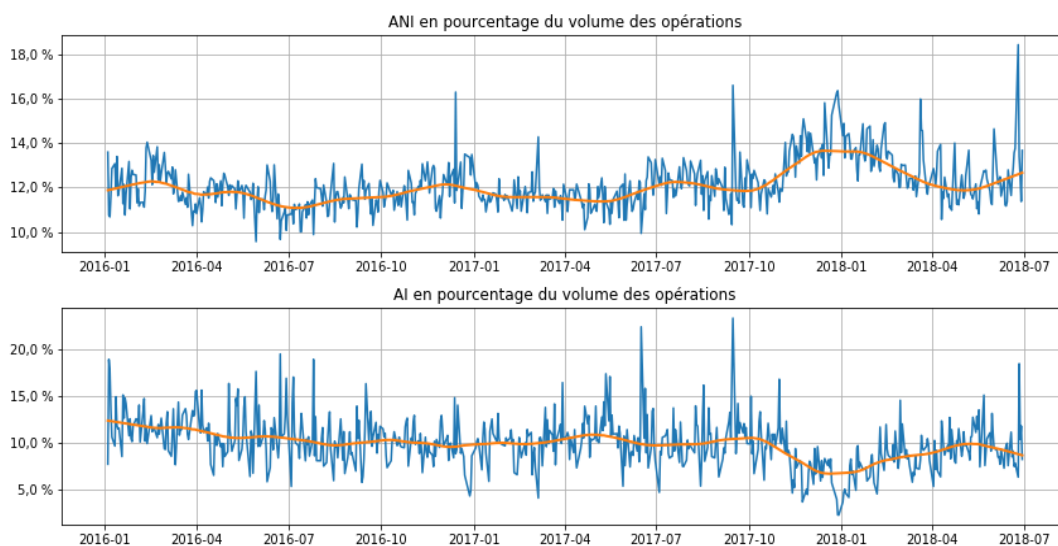
Partie 1

Figure 1 – Pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications non intentionnelles (ANI) ou intentionnelles (AI) sur le nombre total d'opérations



Cette figure indique le pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications sur le nombre total d'opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que des variations de pourcentages au cours de la période.

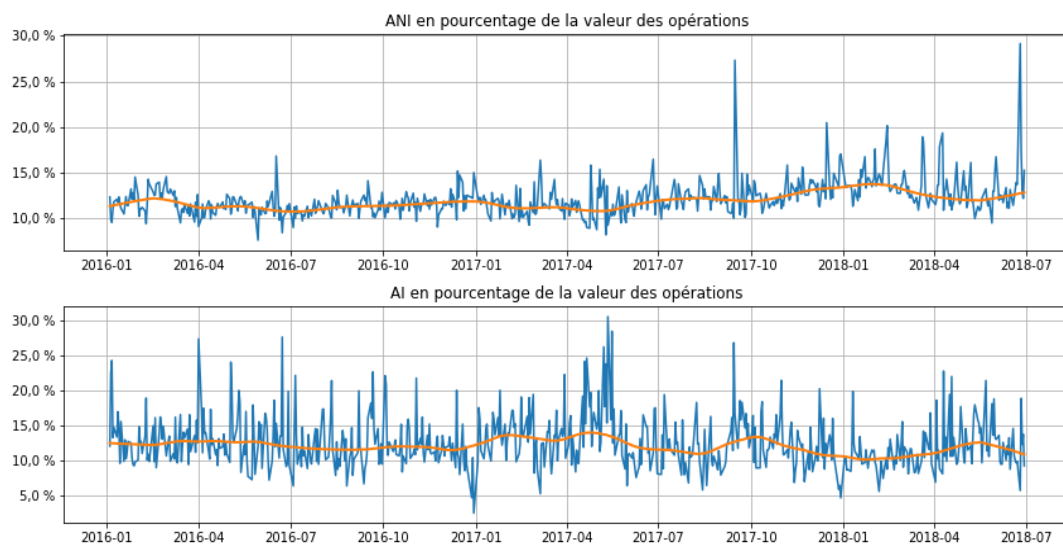
Figure 2 – Pourcentage du volume d'opérations exécutées au moyen d'applications non intentionnelles ou intentionnelles sur le volume total des opérations



Cette figure indique le pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications sur le volume total des opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que des variations de pourcentages au cours de la période.

-25-

Figure 3 – Pourcentage de la valeur des opérations exécutées au moyen d'applications non intentionnelles ou intentionnelles sur la valeur totale des opérations



Cette figure indique le pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications sur la valeur totale des opérations. Le graphique du haut montre les applications non intentionnelles tandis que celui du bas montre les applications intentionnelles. Le tableau 1 fournit un résumé des moyennes ainsi que des variations de pourcentages au cours de la période.

-26-

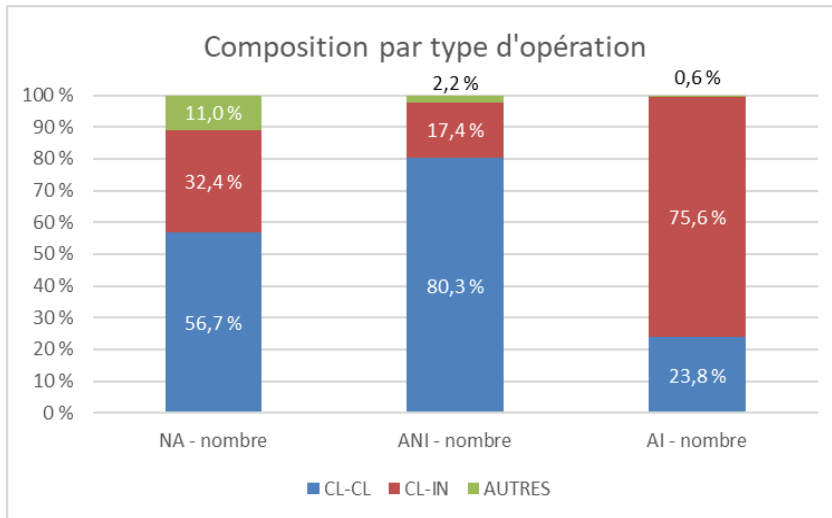
Tableau 1 – Moyennes des applications non intentionnelles et intentionnelles sur six mois

	2016	2016	2017	2017	2018		Variation au cours des périodes 1 à 5
	Période 1	Période 2	Période 3	Période 4	Période 5		
	Janv. - juin	Juil. - déc.	Janv. - juin	Juil. - déc.	Janv. - juin	Variation nette	Variation en pourcentage
Applications non intentionnelles, en nombre	12,27 %	11,64 %	12,07 %	13,12 %	13,91 %	1,64 %	13,41 %
Applications non intentionnelles, en volume	11,85 %	11,70 %	11,58 %	12,62 %	12,75 %	0,90 %	7,60 %
Applications non intentionnelles, en valeur	11,44 %	11,39 %	11,48 %	12,65 %	13,40 %	1,96 %	17,13 %
Applications intentionnelles, en nombre	0,06 %	0,07 %	0,07 %	0,10 %	0,11 %	0,06 %	94,52 %
Applications intentionnelles, en volume	11,53 %	10,03 %	10,46 %	9,41 %	8,87 %	-2,66 %	-23,09 %
Applications intentionnelles, en valeur	13,18 %	12,13 %	13,82 %	12,09 %	11,67 %	-1,51 %	-11,46 %

Le tableau 1 indique, en nombre d'opérations, volume total et valeur totale, les pourcentages moyens d'opérations exécutées au moyen d'applications intentionnelles et non intentionnelles sur le nombre total d'opérations pour une période de six mois. La variation nette est calculée en comparant la période 1 (janvier à juin 2016) à la période 5 (janvier à juin 2018). La variation au cours des périodes 1 à 5 correspond à la variation nette exprimée en pourcentage du pourcentage de la période 1. Les variations nettes et les variations de pourcentages peuvent ne pas être exactes, les chiffres ayant été arrondis.

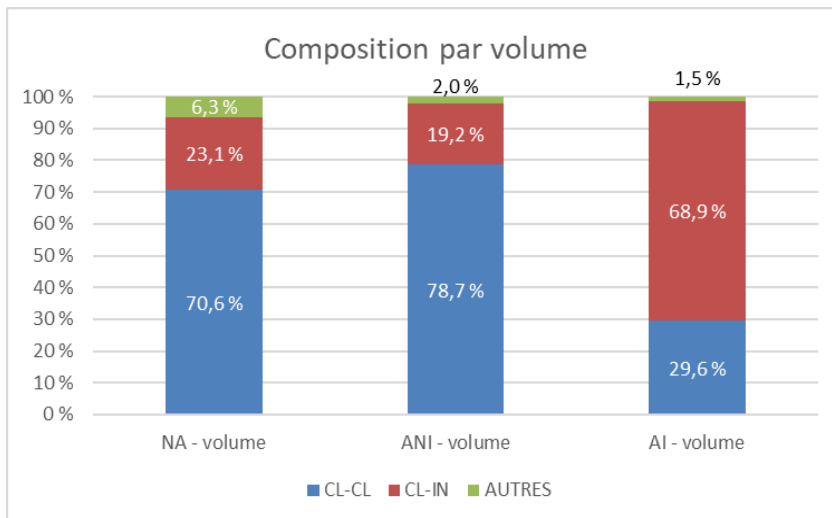
-27-

Figure 4 – Opérations au moyen d'applications par type de compte – comparaison avec les opérations non exécutées au moyen d'applications (NA)



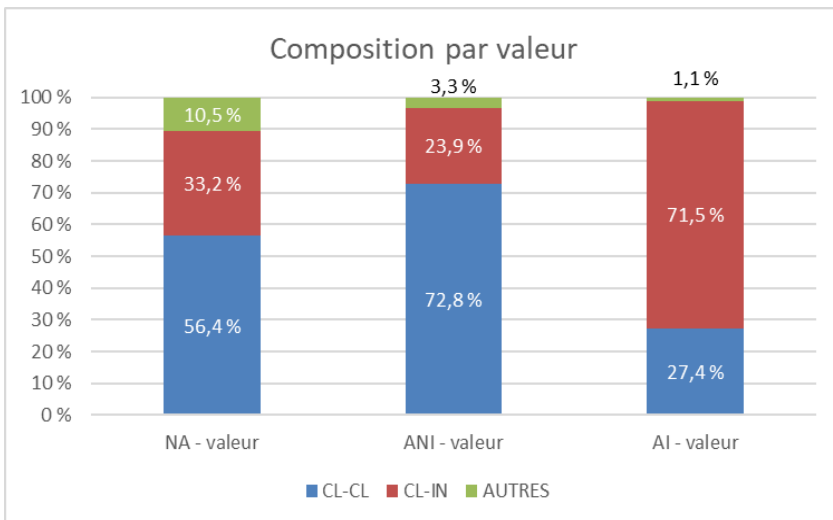
Cette figure indique, par nombre d'opérations et types de clients, le pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d'applications sont également fournies. Les données « AUTRES » visent toute opération relative à un type de compte qui n'est pas CL-CL ou CL-IN.

Figure 5 – Volume des opérations exécutées au moyen d'applications – comparaison avec le volume des opérations non exécutées au moyen d'applications



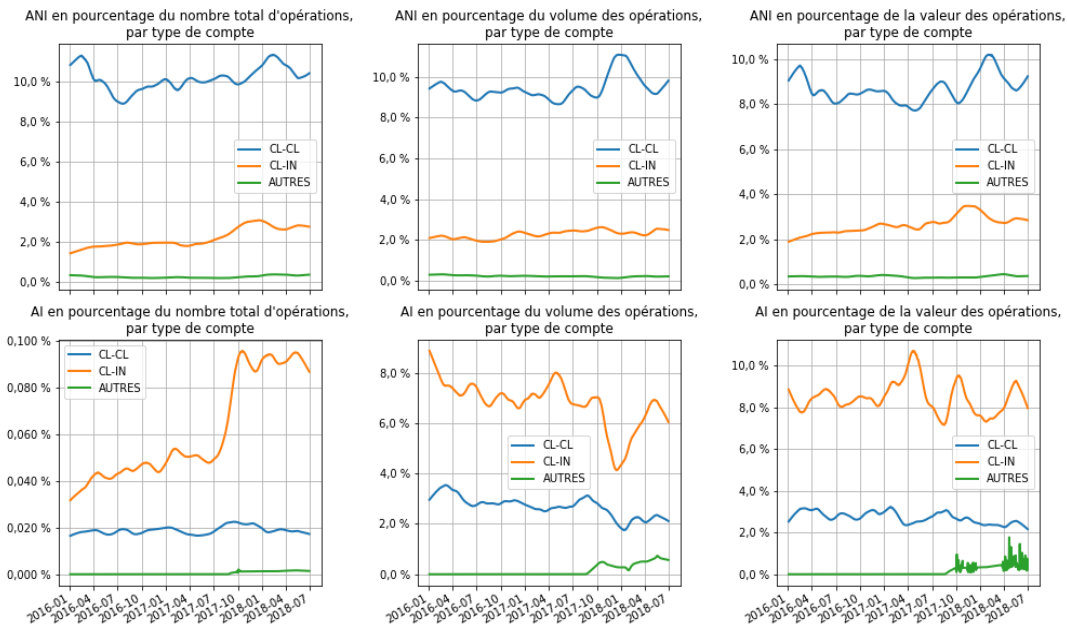
Cette figure indique, par volume d'opérations et types de clients, le pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d'applications sont également fournies.

Figure 6 – Valeur des opérations exécutées au moyen d'applications – comparaison avec la valeur des opérations non exécutées au moyen d'applications



Cette figure indique, par valeur des opérations et types de clients, le pourcentage d'opérations exécutées au moyen d'applications intentionnelles et non intentionnelles. Aux fins de comparaison, les données par types de clients pour les opérations non exécutées au moyen d'applications sont également fournies.

Figure 7 – Opérations exécutées au moyen d'applications – par type de compte



Cette figure montre, par type de client, la variation du nombre, du volume total et de la valeur totale des opérations exécutées au cours de la période. Les pourcentages reposent sur la totalité des opérations exécutées dans l'ensemble des marchés.

-29-

Tableau 2 – Opérations exécutées au moyen d'applications – par type de compte – moyennes sur six mois

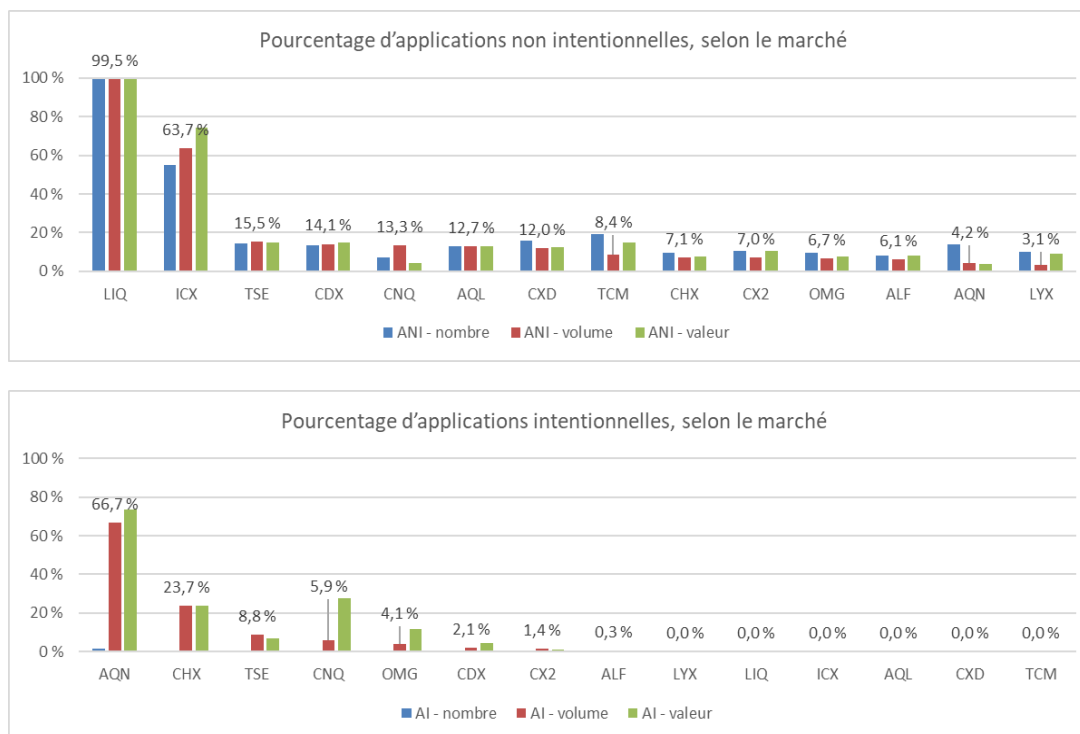
		2016	2016	2017	2017	2018		Variation au cours des périodes 1 à 5
		Période 1	Période 2	Période 3	Période 4	Période 5		
		Janv. - juin	Juil. - déc.	Janv. - juin	Juil. - déc.	Janv. - juin	Variation nette	Variation en pourcentage
Applications non intentionnelles, en nombre	CL-CL	10,25 %	9,47 %	9,89 %	10,13 %	10,72 %	0,47 %	4,60 %
Applications non intentionnelles, en nombre	CL-IN	1,73 %	1,95 %	1,95 %	2,74 %	2,81 %	1,08 %	62,40 %
Applications non intentionnelles, en nombre	AUTRES	0,29 %	0,23 %	0,24 %	0,25 %	0,39 %	0,10 %	33,90 %
Applications non intentionnelles, en valeur	CL-CL	8,80 %	8,46 %	8,22 %	8,79 %	9,95 %	1,14 %	13,00 %
Applications non intentionnelles, en valeur	CL-IN	2,25 %	2,53 %	2,91 %	3,51 %	3,00 %	0,75 %	33,50 %
Applications non intentionnelles, en valeur	AUTRES	0,39 %	0,40 %	0,36 %	0,35 %	0,45 %	0,06 %	16,20 %
Applications non intentionnelles, en volume	CL-CL	9,37 %	9,31 %	8,97 %	9,83 %	10,12 %	0,75 %	8,00 %
Applications non intentionnelles, en volume	CL-IN	2,18 %	2,14 %	2,38 %	2,58 %	2,40 %	0,22 %	10,10 %

-30-

Applications non intentionnelles, en volume	AUTRES	0,30 %	0,25 %	0,23 %	0,21 %	0,23 %	-0,07 %	-23,30 %
Applications intentionnelles, en nombre	CL-CL	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,02 %	0,00 %	2,60 %
Applications intentionnelles, en nombre	CL-IN	0,04 %	0,05 %	0,05 %	0,08 %	0,09 %	0,05 %	132,90 %
Applications intentionnelles, en nombre	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	s.o.
Applications intentionnelles, en valeur	CL-CL	4,13 %	3,75 %	3,56 %	3,23 %	2,56 %	-1,58 %	-38,10 %
Applications intentionnelles, en valeur	CL-IN	9,04 %	8,38 %	10,26 %	8,65 %	8,64 %	-0,40 %	-4,50 %
Applications intentionnelles, en valeur	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,20 %	0,47 %	0,47 %	s.o.
Applications intentionnelles, en volume	CL-CL	3,54 %	3,16 %	2,96 %	2,94 %	2,24 %	-1,30 %	-36,80 %
Applications intentionnelles, en volume	CL-IN	7,99 %	6,86 %	7,50 %	6,24 %	6,16 %	-1,83 %	-22,90 %
Applications intentionnelles, en valeur	AUTRES	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,23 %	0,48 %	0,47 %	s.o.

Le tableau 2 indique les pourcentages moyens d'applications intentionnelles et non intentionnelles par type de compte ainsi que selon la moyenne du nombre, du volume total et de la valeur totale des opérations sur une période de six mois. La variation nette est calculée en comparant la période 1 (janvier à juin 2016) à la période 5 (janvier à juin 2018). La variation au cours des périodes 1 à 5 correspond à la variation nette exprimée en pourcentage du pourcentage de la période 1. Les variations nettes et les variations de pourcentages peuvent ne pas être exactes, les chiffres ayant été arrondis.

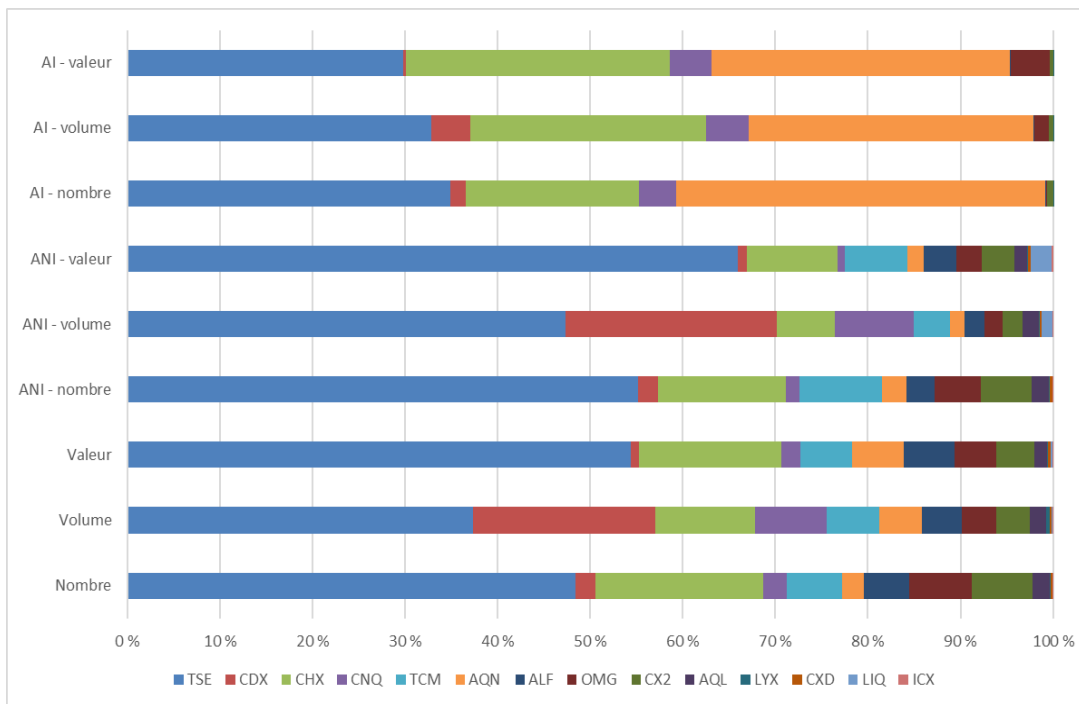
-31-

Figure 8 – Pourcentage d'applications selon le marché³⁹ – sur l'ensemble des opérations

Cette figure indique, selon le nombre total, le volume total et la valeur totale des opérations, le pourcentage d'applications intentionnelles et non intentionnelles relativement aux opérations pour compte propre de chaque marché. Les pourcentages figurant au-dessus des bandes correspondent au volume.

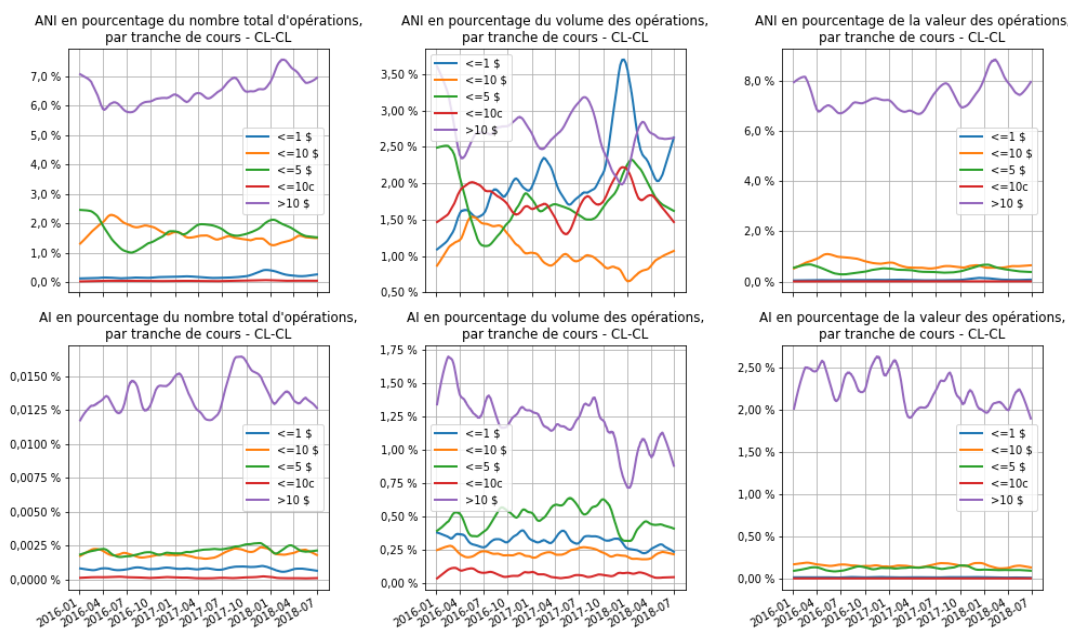
³⁹ Les marchés sont représentés par les abréviations suivantes : AQN – Aequitas Neo, CHX – Nasdaq CXC, TSE – Bourse de Toronto, CNQ – Canadian Securities Exchange, OMG – Omega, CDX – Bourse de croissance TSX, CX2 – Nasdaq CX2, ALF – Alpha, LYX – Lynx, LIQ – Liquidnet Canada, ICX – Instinet Canada Cross, AQL – Aequitas Lit, CXD – Nasdaq CXD et TCM – MATCHNow.

Figure 9 – Contribution selon le marché



Cette figure indique, en pourcentage, la contribution de chaque marché relativement au nombre total d'opérations exécutées dans l'ensemble des marchés. Aux fins de comparaison, les données relatives au nombre total, au volume total et à la valeur totale des opérations (y compris celles exécutées au moyen d'applications et les autres) sont également présentées.

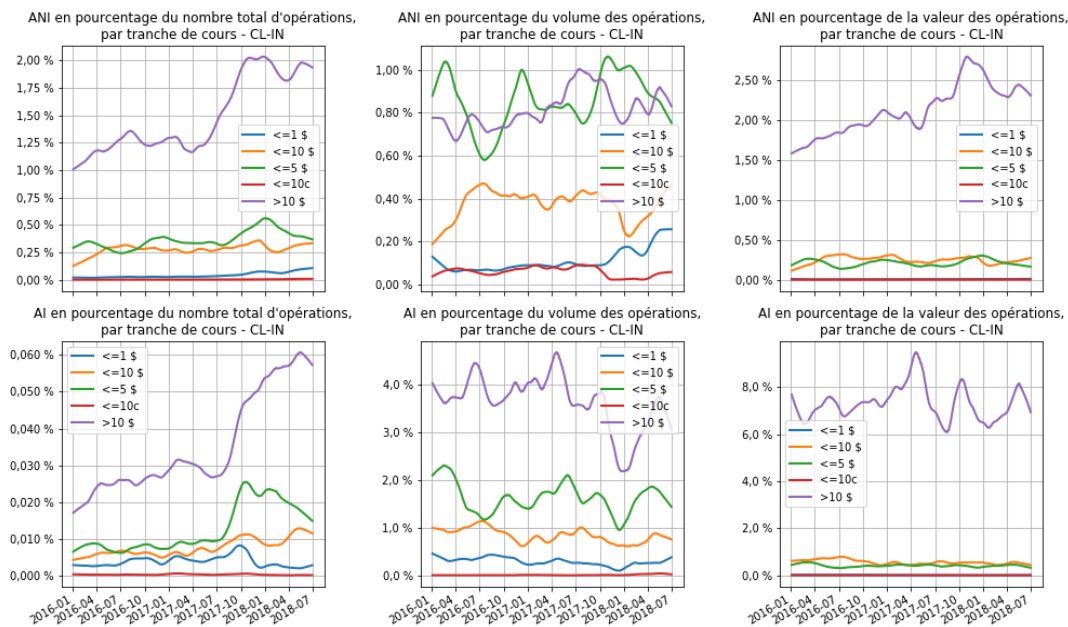
Figure 10 – Applications dans les opérations de client à client (CL-CL) selon le cours des titres⁴⁰



Cette figure indique, pour les opérations de client à client au cours de la période, le pourcentage des applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation, selon le cours des titres. Cinq tranches sont utilisées : <=10c, <=1\$, <=5\$, <=10\$, >10\$.

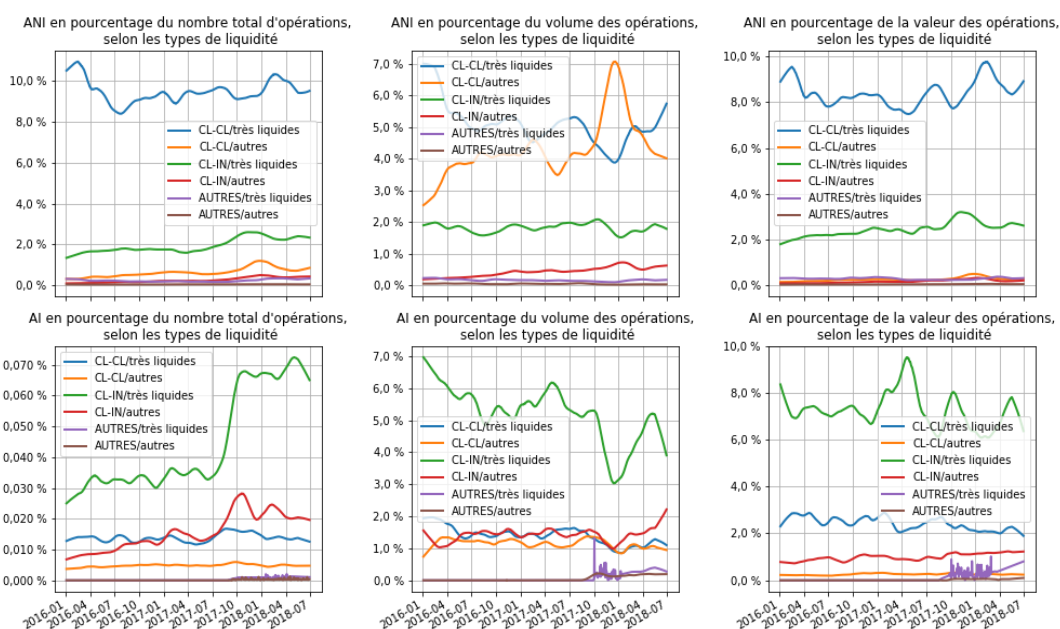
⁴⁰ Dans les figures 10 et 11 : <=1\$ signifie >10c et <1\$; <=5\$ signifie >1\$ et <=5\$; <=10\$ signifie >5\$ et <=10\$.

Figure 11 – Applications dans les opérations de client à inventaire (CL-IN) selon le cours des titres



Cette figure indique, pour les opérations de client à inventaire au cours de la période, le pourcentage des applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation, selon le cours des titres. Cinq tranches sont utilisées : <=10c, <=1\$, <=5\$, <=10\$, >10\$.

Figure 12 – Applications selon les types de liquidité



Cette figure indique le pourcentage d'applications intentionnelles et non intentionnelles dans l'activité totale de négociation au cours de la période, par type de client et selon les types de liquidité. La liste de titres très liquides de l'OCRCVM est utilisée pour calculer la liquidité des titres. Un titre très liquide s'entend d'un titre coté en bourse ou d'un titre inscrit qui :

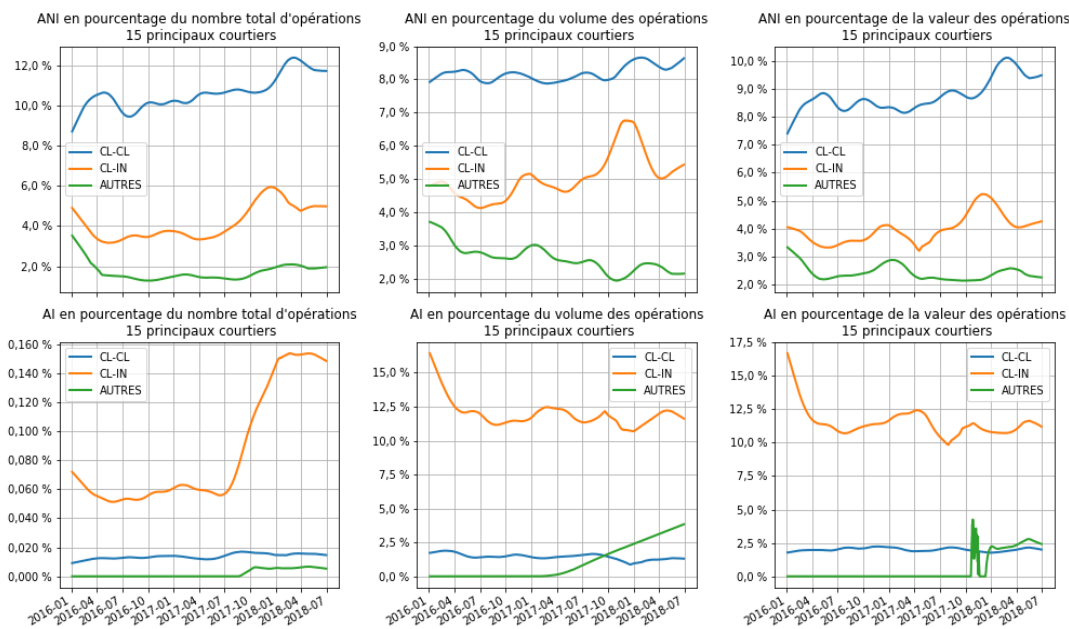
- soit a été négocié, globalement, sur un ou plusieurs marchés selon ce qui est publié dans un affichage consolidé du marché au cours d'une période de 60 jours se terminant au moins 10 jours avant le début de la période de restrictions :
 - une moyenne d'au moins 100 fois par jour de bourse;
 - et est assorti d'une valeur de négociation moyenne d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse;
- soit est assujéti au règlement intitulé *Regulation M* de la Securities and Exchange Commission des États-Unis et est considéré comme un « titre négocié activement » au sens de *actively traded security* aux termes de ce règlement.

Tableau 3 – Contribution des 15 principaux courtiers

Valeur totale des opérations	87,70 %
Volume total des opérations	84,20 %
Nombre total d'opérations	87,90 %
Applications intentionnelles – valeur	83,30 %
Applications intentionnelles – volume	74,60 %
Applications intentionnelles – nombre	75,00 %
Applications non intentionnelles – valeur	94,40 %
Applications non intentionnelles – volume	94,40 %
Applications non intentionnelles – nombre	98,60 %

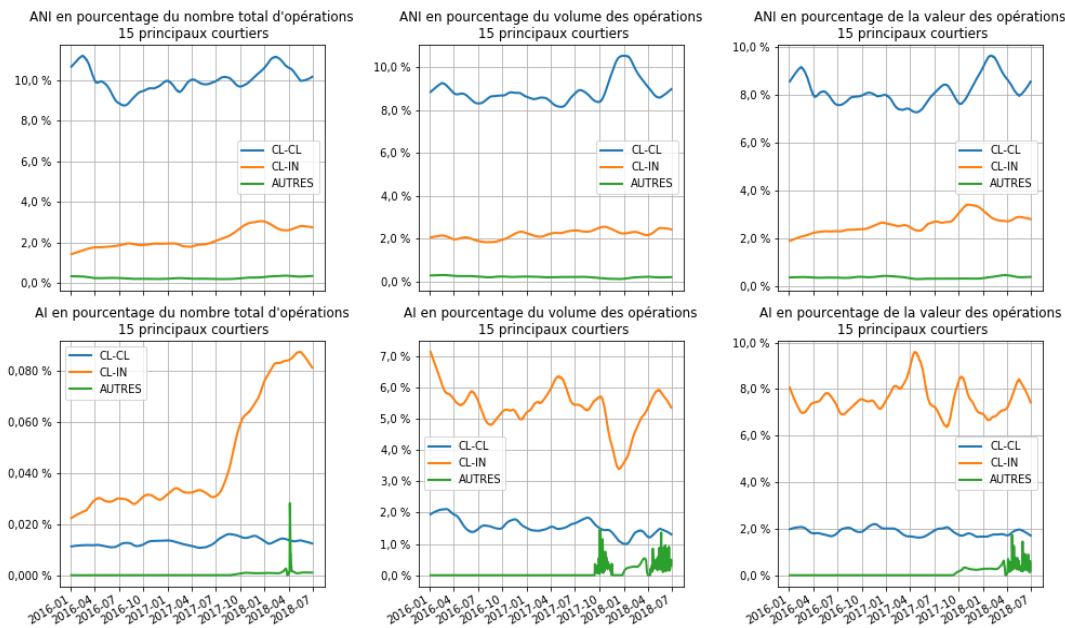
Le tableau 3 regroupe les activités de négociation des 15 principaux courtiers. Les pourcentages reflètent la contribution totale au cours de la période. Aux fins de comparaison, les données relatives au nombre total, au volume total et à la valeur totale des opérations (y compris celles exécutées au moyen d'applications et les autres) sont également présentées.

Figure 13 – 15 principaux courtiers – applications – pourcentage sur l'ensemble des opérations



Cette figure indique, par type de client, le pourcentage d'applications intentionnelles et non intentionnelles relativement au total des activités de négociation réalisées par les 15 principaux courtiers sur l'ensemble des marchés.

Figure 14 – 15 principaux courtiers – applications – pourcentage du total des opérations



Cette figure indique, selon le type de client des 15 principales courtiers, le pourcentage d'applications intentionnelles et non intentionnelles relativement au total des activités de négociation réalisées par tous les courtiers sur l'ensemble des marchés.

-37-

Partie 2

Certains marchés peuvent retracer les opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres (c'est-à-dire lorsqu'un ordre ne respectant pas la priorité temporelle est exécuté avec un autre ordre du même courtier). Les données de ces marchés, pour la période de janvier 2017 à juillet 2018, sont présentées ci-après. Les figures 1 à 3 montrent les opérations dont l'exécution résulte de la direction préférentielle du flux d'ordres (en volume, valeur et nombre d'opérations), totalisées pour l'ensemble des marchés qui ont été en mesure de fournir des données pertinentes. Les figures 4 à 6 présentent la même information, mais exprimée en pourcentage du volume total, de la valeur totale et du nombre total d'opérations (pour l'ensemble des marchés qui ont été en mesure de fournir des données pertinentes).

Figure 1 – Nombre d'opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres

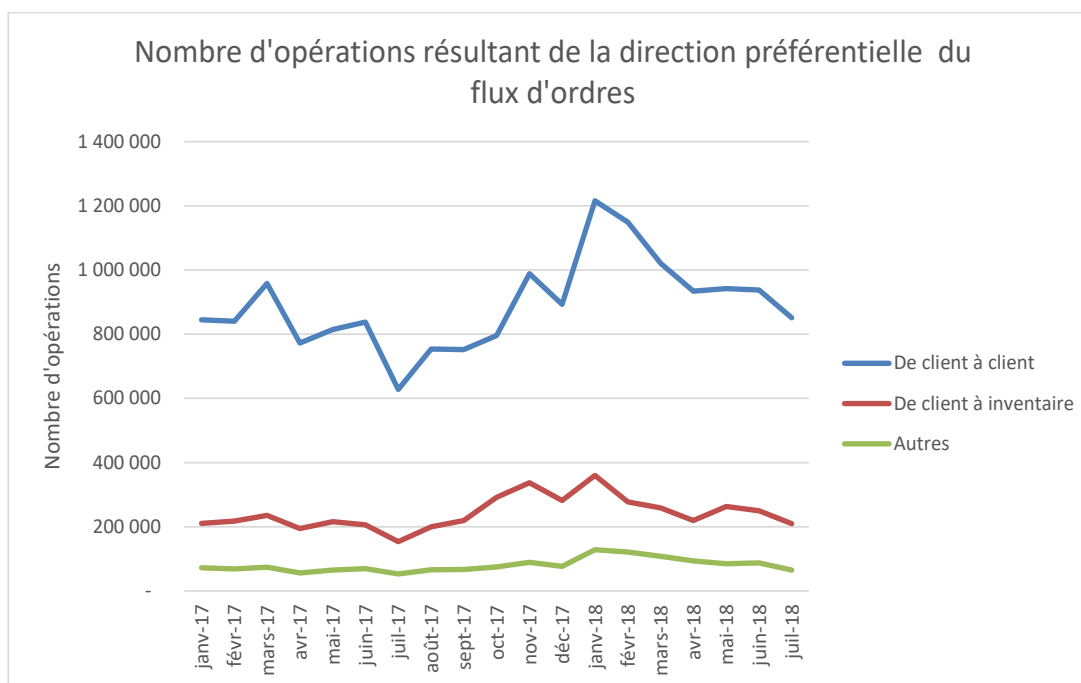


Figure 2 – Volumes des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres

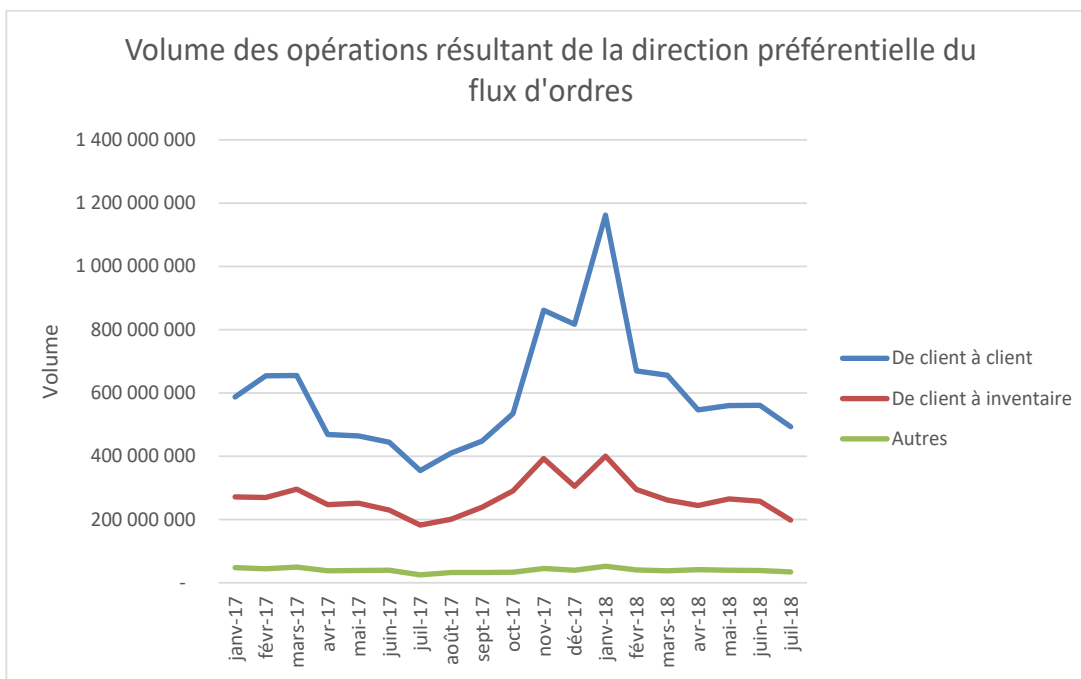
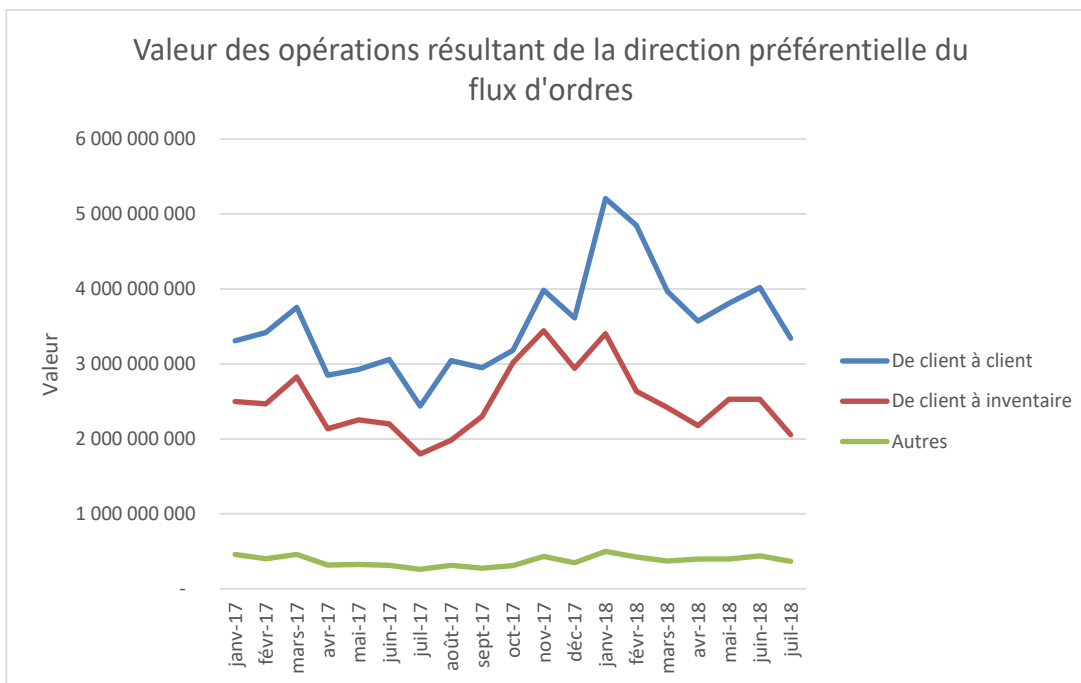
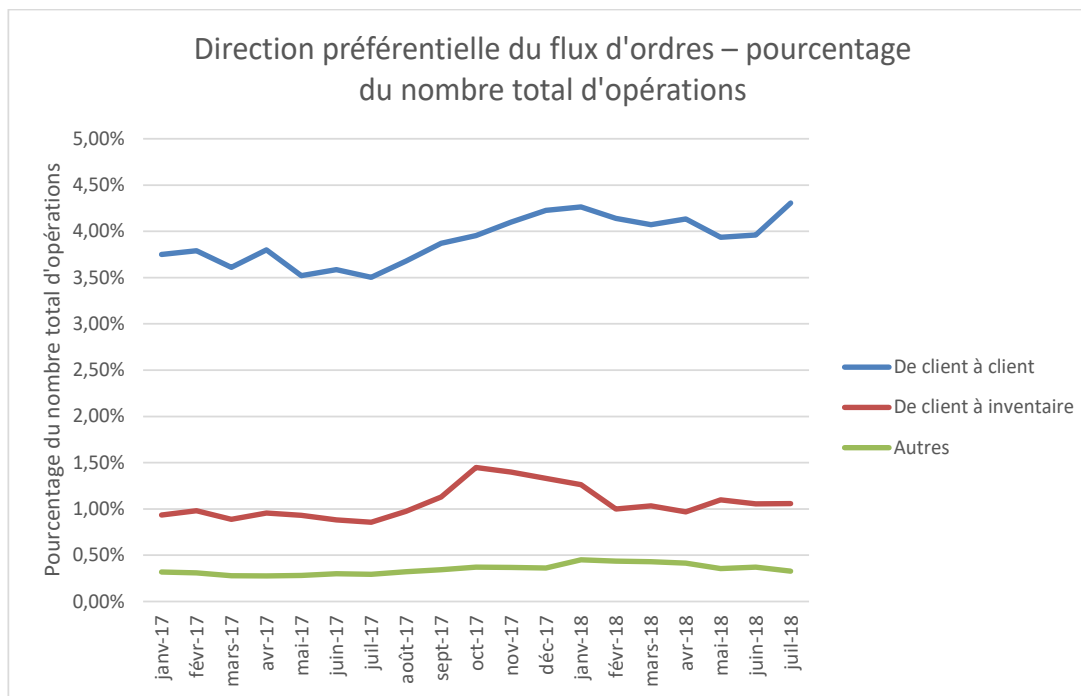


Figure 3 – Valeur des opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres



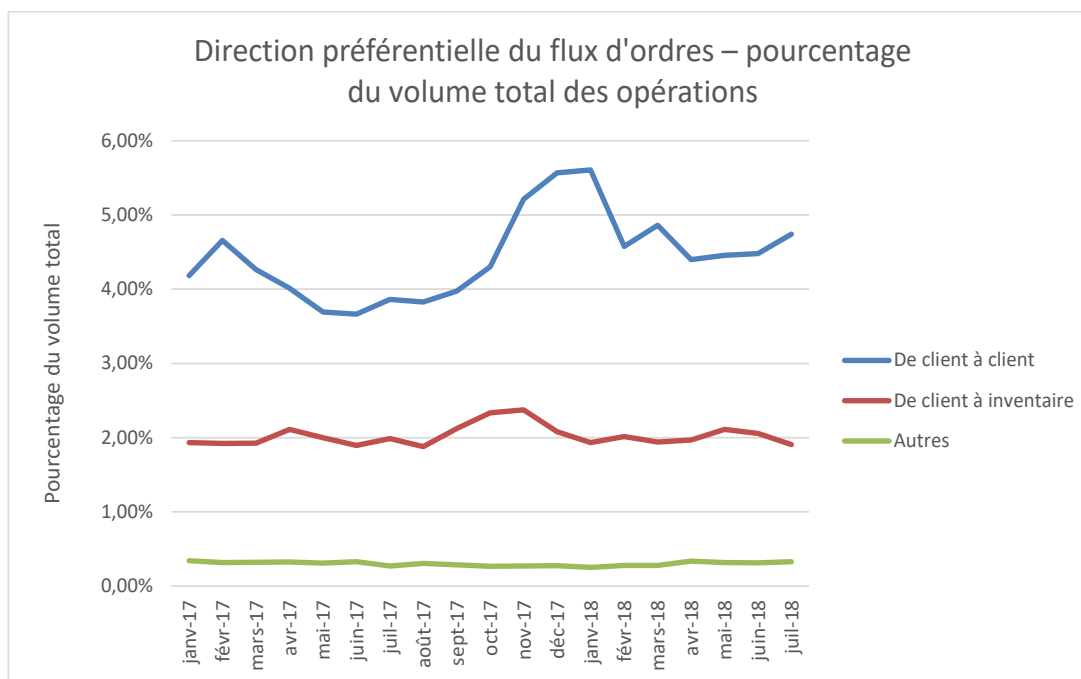
-39-

Figure 4 – Opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres en pourcentage du nombre total d'opérations



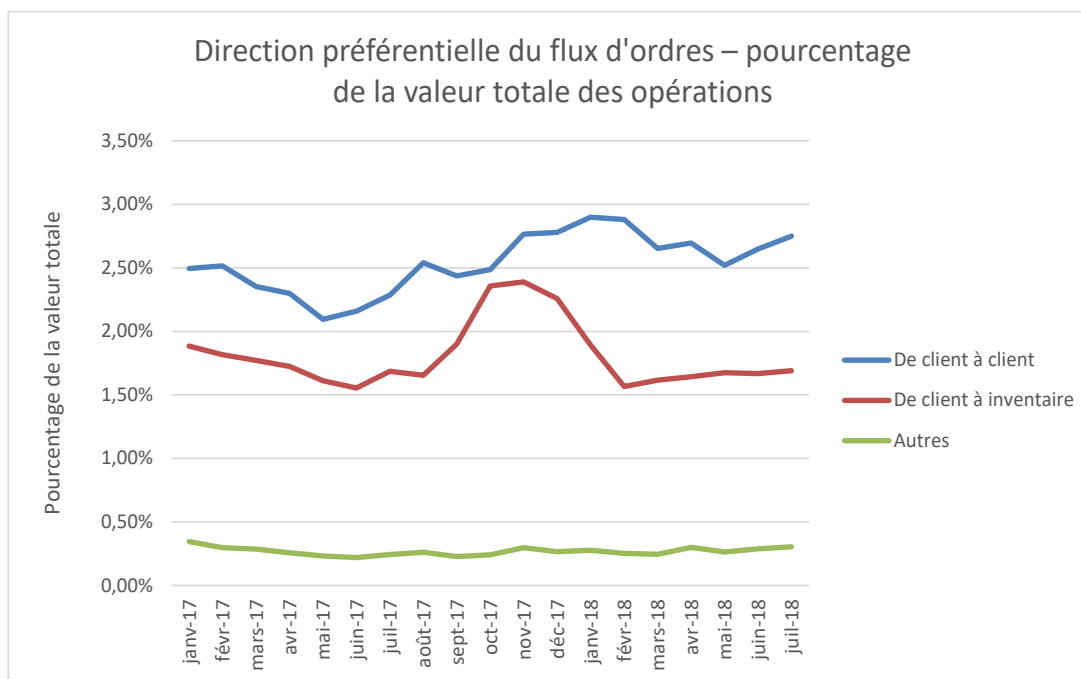
-40-

Figure 5 – Opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres en pourcentage du volume total des opérations



-41-

Figure 6 – Opérations résultant de la direction préférentielle du flux d'ordres en pourcentage de la valeur totale des opérations



Joint CSA/IROC Consultation Paper 23-406

Internalization within the Canadian Equity Market

March 12, 2019

Part 1 – Introduction

Like many jurisdictions globally, the Canadian equity market has evolved rapidly over recent years. Multiple competing marketplaces have launched operations, new participants have entered the market and the ways in which market participants interact have changed. The technology and tools available to achieve a variety of investing and trading objectives have modernized the Canadian market and made it more efficient. This evolution has in turn raised new issues to consider. On December 5, 2017, the Joint Canadian Securities Administrators (CSA)/Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC) Staff Notice 23-319 *Internalization in the Canadian Market*¹ was published to inform stakeholders that we were gathering information in order to understand current practices related to internalization and to consider how these activities fit within our current rule framework.

The purpose of this consultation paper (the **Consultation Paper**) is to seek feedback in response to concerns regarding the internalization of retail/small orders within the Canadian equity market. The CSA and IIROC, (collectively, **we**) are publishing the Consultation Paper for a 60-day comment period to solicit views. While there are a variety of competing interests, our underlying goal is to ensure the protection of investors, and to foster fair and efficient capital markets and confidence in capital markets. In addition to the specific questions put forth throughout the Consultation Paper, we invite any general comments you may have in relation to internalization.

The comment period will end on **Monday May 13, 2019**.

The remainder of the Consultation Paper is structured as follows:

- Part 2 provides background information, including a description of the relevant aspects of the current Canadian regulatory rule framework and the underlying objectives;
- Part 3 provides relevant data in relation to the magnitude of internalization in Canada;
- Part 4 identifies specific issues and concerns; and
- Part 5 describes other related issues.

Part 2 - Background and History

2.1 Internalization

The term “internalization” is broad. It can refer to different types of trading activities and may occur through a variety of means. For introductory and contextual purposes, a trade that has been

¹ See <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2017/2017dec05-23-319-avis-acvm-en.pdf>.

-2-

“internalized” is generally considered to be a trade that is executed with the same dealer as both the buyer and the seller. A dealer may act as an agent on both sides of an internalized trade, or may act as principal in taking the other side of a client order. A trade can be internalized on a marketplace in multiple ways including intentionally, through the execution of an “intentional cross”², or through an “unintentional cross”³ that occurs on a marketplace and is a result of trade matching priority methodologies. For further Canadian context, our rule framework does not permit internalization that results from order execution by a dealer without that execution occurring on a marketplace.

Question 1: How do you define internalization?

As described above, internalization may occur either intentionally or unintentionally. The concept of a dealer intentionally taking steps to maximize the interaction between the orders of clients or between its clients and itself, is not new. In doing so, dealers may benefit from increased efficiencies, greater trading revenue and potentially achieve better outcomes for their clients. However, as technology and trading strategies continue to evolve, we have heard concerns regarding a perceived increase in the magnitude of dealer internalization on Canadian equity marketplaces, and the potential impact of any such increase on the quality of the Canadian market. While there may be some dealer-specific efficiencies and improved client outcomes associated with these changes, these must be weighed against other potential impacts. In section 4.1 of this Consultation Paper, we highlight the issue of the common good versus the individual good. Essential to a discussion about internalization, are questions related to activities and outcomes that may benefit the individual, but which may potentially detract from overall market quality.

It is important to establish at the outset that we have not reached any conclusions regarding internalization. There are a variety of market structure considerations that relate to internalization, and this Consultation Paper seeks feedback on several of these issues. When reviewing the feedback we will consider how evolving market structure and trading practices intersect with existing rules, with the goal of ensuring that the rule framework we have in place continues to protect investors and fosters a fair and efficient market.

2.2 Broker Preferencing

“Broker preferencing” is an important element of the concerns that have been raised in relation to internalization. Broker preferencing is a common order matching feature of many Canadian equity marketplaces, and allows an incoming order sent to a marketplace to match and trade first with other orders from the same dealer, ahead of orders from other dealers that are at the same price and

² An intentional cross is considered to mean a trade that results from the simultaneous entry by a dealer of both the buy and the sell sides of a transaction in the same security at the same price.

³ An unintentional cross is considered to mean the execution of a trade where the two orders (not simultaneously entered) are from the same dealer. In addition, and relevant to this Consultation Paper, the order matching methodology on many Canadian marketplaces will match and trade an incoming order with other orders from the same dealer first, even ahead of orders from other dealers that are at the same price and that have time priority. See section 2.2 of this Consultation Paper, under the heading *Broker Preferencing*.

that have time priority. This order matching methodology can facilitate internalization through the execution of unintentional crosses.

Broker preferencing is not new to the Canadian market and pre-dates modern electronic marketplaces in Canada by many years. Historically, its inclusion in the order matching priority of the Toronto Stock Exchange provided an incentive to encourage dealers to commit orders to the order book, rather than matching orders outside of the order book and then executing an intentional cross. It continues to be an order matching feature of many Canadian marketplaces.

2.3 History and Objectives of the Canadian Rule Framework

The purpose of our review of internalization is to consider how current trading practices fit within our rule framework, with the goal of ensuring that the rules continue to meet their intended objectives. While our rule framework currently accommodates some internalization, we want to ensure these rules continue to:

- meet the policy objectives;
- promote the functioning of a fair and efficient market; and
- reflect the evolution of the market.

In 2001, the CSA implemented rules designed to facilitate competition among marketplaces (the **Marketplace Rules**).⁴ The Marketplace Rules consist of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (Regulation 21-101)*, *Regulation 23-101 respecting Trading Rules (Regulation 23-101)* and their Policy Statements (**Policy Statement 21-101** and **Policy Statement 23-101**, respectively).

The Marketplace Rules were put in place with the objectives of:

- promoting competition and investor choice;
- improving price discovery;
- decreasing execution costs; and
- improving market integrity.

In the following subsections we outline certain key market attributes or characteristics that have guided the consideration of policy changes in the Canadian market for many years, and have been referenced not only in the continued development of the Marketplace Rules, but specific policy work in relation to dark liquidity⁵ and the order protection rule⁶. We also provide a summary of the relevant aspects of our rule framework and the objectives sought through implementation.

⁴ Published at <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/21-101/2001-08-31/2001aout31-21-101-avispubl-en.pdf>.

⁵ Published at <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/consultations/anterieures/valeurs-mobilieres/090930-23-404a-conspubl.pdf>.

⁶ Published at <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/23-101/2014-05-15/2014mai15-23-101-avis-cons-en.pdf>.

2.3.1 Key Attributes of a Market

The following key attributes of a market have been described in several publications including the 1997 TSE *Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge*, and in Kirzner (2006)⁷. We continue to believe these attributes are relevant, especially in relation to concerns raised about internalization.

1. Liquidity

Liquidity can be defined as the market's capacity to absorb trades from customers' buy and sell orders at, or near, the last sale price of a particular stock. The greater the number of orders and shares available at a particular price, the more liquid the market will be. Some of the characteristics of liquidity are market depth, market breadth, and resiliency.⁸

2. Immediacy

Immediacy refers to how fast an order can be executed. This attribute is closely linked to liquidity, because as liquidity increases, the time to complete a trade should decrease.

3. Transparency

Transparency refers to the degree to which there is real-time dissemination of information about orders and trades to the public.

4. Price Discovery

Price discovery refers to the process through which the execution price for a security is established. The discovery of a security's fair market value is derived primarily from two sources: the supply of and demand for the security, which indicate a participant's willingness to transact at a given price, as well as information about transactions.

5. Fairness

Fairness refers to the perception and the reality that all participants are subject to the same rules and conditions and that no individual or group has an unfair advantage or disadvantage over others. The "fairness" of a market may relate to fair access to either a specific marketplace or the entire market itself, fair access to trading information or the fair treatment of orders.

⁷ Kirzner, E., *Ideal Attributes of a Marketplace* (June 22, 2006). Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Canada Steps Up, Volume 4 – Maintaining a Competitive Capital Market in Canada*.

⁸ Market depth refers to the number of orders at different prices that are in an order book. Market breadth is the number of shares that are wanted or offered at a particular price level and the ability to absorb an incoming large order. Resiliency refers to the ability for a market to attract offsetting orders relatively quickly when price changes occur.

6. Market Integrity

The integrity of the market relates to the level of confidence in the market as a whole or in a particular marketplace. This confidence level is closely associated with both investors' perception of fairness in the market, and the effectiveness of the regulatory environment.

Question 2: Are all of these attributes relevant considerations from a regulatory policy perspective? If not, please identify those which are not relevant, and why.

Question 3: How does internalization relate to each of these attributes? If other attributes should be considered in the context of internalization, please identify these attributes and provide rationale.

2.3.2 Marketplace Rules

The Marketplace Rules were established with the objective of creating a rule framework to permit competition between exchanges and alternative trading systems (ATSS) that would:

- provide investor choice as to execution methodologies or types of marketplaces;
- improve price discovery;
- decrease execution costs; and
- improve market integrity.⁹

The various elements of the Marketplace Rules are guided by the key attributes of a market described above and impose requirements to ensure that trading is fair and efficient. Specific provisions that are relevant to internalization are described below.

(a) Definition and Regulation of Marketplaces

In furtherance of the objectives of the rule framework, the definition of a “marketplace” is a key element of the Marketplace Rules. The term is used throughout the Marketplace Rules to capture the different types of trading systems that match trades.¹⁰

Regulation 21-101 defines “marketplace” to be:¹¹

- an exchange
- a quotation and trade reporting system (QTRS)

⁹ Published at (2003) 26 OSCB 4377 June 13, 2003.

¹⁰ Subsection 2.1(1) of Policy Statement 21-101.

¹¹ A similar definition of “marketplace” is included in the *Securities Act* (Ontario).

-6-

- a person that provides a market or facility that uses established, non-discretionary methods¹² to bring orders for securities of multiple buyers and sellers together¹³
- a dealer that executes a trade of an exchange-traded security outside of a marketplace.

With respect to internalization, Policy Statement 21-101 provides relevant guidance in relation to the activities of a dealer. It provides the following clarifications:

- a dealer that internalizes orders for exchange-traded securities and does not execute and print the trades on an exchange or QTRS in accordance with the rules of the exchange or QTRS is considered to be a marketplace pursuant to the definition.¹⁴
- a dealer that uses a system to match buy and sell orders or pair orders with contra-side orders outside of a marketplace and routes the matched or paired orders to a marketplace as a cross may be considered to be operating a marketplace.¹⁵

(b) Fair Access

The fair access requirement prohibits marketplaces from unreasonably prohibiting, conditioning or limiting access to the services it offers.¹⁶ The rule also prohibits unreasonably discriminating among clients, issuers and marketplace participants.¹⁷ Where a system is determined to be a marketplace (including where dealer internalization activities might be considered as such), the fair access requirement applies.

(c) Best Execution

While marketplaces may implement additional rules, Regulation 23-101 also establishes basic common trading rules that apply across all marketplaces in order to ensure market integrity, including best execution. Securities legislation imposes a fundamental obligation on dealers to deal fairly, honestly and in good faith with their clients. Best execution requirements stem from this

¹² Subsection 2.1(4) of Policy Statement 21-101 explains that “established, non-discretionary methods” include any methods that dictate the terms of trading among multiple buyers and sellers entering orders on the system. Such methods include providing a trading facility or setting rules governing trading among marketplace participants. Rules imposing execution priorities, such as time and price priority rules, would be considered as “established, non-discretionary methods”.

¹³ Subsection 2.1(3) of Policy Statement 21-101 clarifies that a person is considered to bring together orders for securities if it: (a) displays or otherwise represents to marketplace participants, trading interests entered on the system; or (b) receives orders centrally for processing and execution (regardless of the level of automation used).

¹⁴ Subsection 2.1(1) of Policy Statement 21-101.

¹⁵ Subsection 2.1(8) of Policy Statement 21-101.

¹⁶ Section 5.1 of Regulation 21-101.

¹⁷ Subsection 5.1(3) of Regulation 21-101.

-7-

obligation and require dealers to make reasonable efforts to obtain the most advantageous execution terms reasonably available when acting for a client.¹⁸ While best execution is not assessed on a trade-by-trade basis, dealers are expected to establish and follow policies and procedures for achieving best execution and regularly review for the effectiveness of these policies and procedures.¹⁹

The objectives of these requirements are two-fold: (i) strengthen investor confidence and (ii) foster market fairness.

Where a dealer is taking steps to increase the magnitude of client orders that are internalized, best execution is an important element to consider for the dealer (in relation to their obligations), but also for the CSA and IIROC in the context of any future regulatory policy work.

2.3.3 *Universal Market Integrity Rules*

Regulation 23-101 also requires that exchanges regulate their members directly or through a Regulation Services Provider (**RSP**)²⁰ and that ATSS retain an RSP to monitor the conduct of the ATS and its subscribers.²¹ IIROC acts as the RSP for all Canadian equity marketplaces and is also the self-regulatory organization that oversees all dealers and trading activity on these marketplaces. IIROC's Universal Market Integrity Rules (**UMIR**) were established to promote a fair and orderly market. UMIR is "universal" in that it applies to trading on all equity marketplaces and to anyone accessing these marketplaces,²² and was established with the belief that the adoption of a single set of rules that is consistently applied and enforced is the best way to ensure market integrity.²³ The underlying policy objectives of UMIR are consistent with both the Marketplace Rules and the key attributes of a market. Relevant to internalization, there are a number of UMIR provisions that are discussed below.

¹⁸ Part 4 of Regulation 23-101 and IIROC Dealer Member Rule 3300.

¹⁹ Subsection 4.1(3) of Policy Statement 23-101.

²⁰ Section 7.1 of Regulation 23-101.

²¹ Section 8.3 of Regulation 23-101.

²² Currently only Participants and Access Persons, as defined in UMIR, may access a marketplace for which IIROC is the RSP.

²³ https://www.bcsc.bc.ca/Securities_Law/Policies/Policy2/PDF/23-401_UMI_Rules/

-8-

(a) UMIR 6.3 Exposure of Client Orders

Subject to certain exceptions, Participants²⁴ must immediately enter client orders that are under a specific size threshold for display on a marketplace that displays orders.²⁵ The main policy objectives of exposing small orders to the market are:

- to strengthen liquidity;
- to help ensure small orders that can be filled on a marketplace are executed and are not unnecessarily withheld or delayed from being entered on the market; and
- to contribute to price discovery.

A dealer may however, withhold an order if immediately entering it on a marketplace would not serve the best interests of the client. If the Participant withholds the order, it must guarantee that:

- the client receives a price at least as good as the price the client would have received had the client order been executed on receipt by the dealer; or
- if traded against a principal order, a better price²⁶ than would have been received had the client order been executed on receipt by the dealer.

UMIR 6.3 is relevant to internalization in that where small orders are internalized by dealers, regulatory consideration must be given as to whether certain elements of the policy objectives are being met.

(b) UMIR 6.4 Trades to be on a Marketplace

UMIR 6.4 requires that trades by marketplace participants and related entities, subject to some exceptions, are executed on a marketplace. The main policy objectives of this provision are to strengthen liquidity, support price discovery and contribute to transparency.

²⁴ “Participant” is defined in UMIR to mean (a) a dealer registered in accordance with securities legislation of any jurisdiction and who is: (i) a member of an Exchange, (ii) a user of a QTRS, or (iii) a subscriber of an ATS; or (b) a person who has been granted trading access to a marketplace and who performs the functions of a derivatives market maker.

²⁵ Subject to certain exceptions, all orders that are 50 standard trading units or less must be entered for display on a marketplace that displays orders.

²⁶ “Better price” is defined in UMIR to mean, in respect of each trade resulting from an order for a particular security: (a) in the case of a purchase, a price that is at least one trading increment lower than the best ask price at the time of the entry of the order to a marketplace provided that, if the best bid price is one trading increment lower than the best ask price, the price shall be at least one-half of one trading increment lower; and (b) in the case of a sale, a price that is at least one trading increment higher than the best bid price at the time of the entry of the order to a marketplace provided that, if the best ask price is one trading increment higher than the best bid price, the price shall be at least one-half of one trading increment higher.

UMIR 6.4 is relevant to internalization in the context that in jurisdictions such as the United States, the execution of retail orders can occur off-marketplace. This notable difference is a contributing factor in how the Canadian market has evolved and is a consideration in our review and discussion of any future policy work.

(c) UMIR 8.1 Client-Principal Trading

UMIR 8.1 requires principal trades with small client orders to be executed at a better price in order to avoid conflicts inherent in the client-principal relationship²⁷ and to ensure that such conflicts are resolved in favour of the client. Part 2 of Policy 8.1 clarifies that:

- Some clients are in greater need of protection from the potential conflict of interest in client-principal trades and that the onus on the Participant usually will be reduced if the client is a fully informed institutional client with regard to the state of the market.
- If there was no prior discussion with the client concerning executing the client's order in a client-principal trade, or if there are no standing instructions on the handling of orders, the Participant must judge whether any steps need to be taken to ensure that a better price is not available.

UMIR 8.1 is relevant to internalization in that where a dealer may be taking steps to internalize small client orders, the trades must be executed in compliance with applicable provisions, including UMIR 8.1.

(d) Definition of "Standard Trading Unit"

Both UMIR 6.3 and UMIR 8.1 use thresholds of 50 standard trading units²⁸ to determine whether the rule will apply to a specific order. This threshold is intended to capture smaller size orders that are representative of non-institutional orders.²⁹

Part 3 – Magnitude of Internalization in Canada

As a starting point for the consideration of issues related to internalization, we believe that it is appropriate to understand the magnitude of trades that are internalized on Canadian marketplaces. For this purpose, a quantitative analysis is included as Appendix A. This analysis explores:

²⁷ IIROC Rules Notice 12-0130 p. 7.

²⁸ "standard trading unit" is defined in UMIR to mean in respect of: (a) a derivative instrument, 1 contract, (b) a debt security that is a listed security or a quoted security, \$1000 in principal amount; or (c) any equity or similar security: (i) 1,000 units of a security trading at less than \$0.10 per unit, (ii) 500 units of a security trading at \$0.10 or more per unit and less than \$1.00 per unit, and (iii) 100 units of a security trading at \$1.00 or more per unit.

²⁹ IIROC is in the process of assessing whether this threshold continues to meet the objectives of the UMIR provisions to which it is applicable. If this threshold is changed as a result of the review, this may result in capturing a greater number of orders subject to UMIR 6.3 and 8.1, and possibly affect how a dealer interacts with its client orders.

-10-

- intentional crosses,
- unintentional crosses, and
- the use of broker preferencing on certain Canadian marketplaces

Highlights of the statistics presented in Appendix A are set out below.

3.1 Intentional and Unintentional Crosses

Part 1 of Appendix A provides data regarding the magnitude of intentional and unintentional crosses for the period of January 2016 to June 2018. Among other elements provided, it separates the data into six-month buckets and shows the average of all trade executions resulting from intentional and unintentional crosses by volume, value and number of trades. For the most recent period examined (January to June 2018) these averages are:

Unintentional Crosses by Number of Trades	13.91%
Unintentional Crosses by Volume	12.75%
Unintentional Crosses by Value	13.40%
Intentional Crosses by Number of Trades	0.11%
Intentional Crosses by Volume	8.87%
Intentional Crosses by Value	11.67%

The net changes from the average of the first six months of 2016 to the average of the first six months of 2018 are:

Unintentional Crosses by Number of Trades	1.64%
Unintentional Crosses by Volume	0.90%
Unintentional Crosses by Value	1.96%
Intentional Crosses by Number of Trades	0.06%
Intentional Crosses by Volume	-2.66%
Intentional Crosses by Value	-1.51%

3.2 Broker Preferencing

Part 2 of Appendix A details the magnitude of trades that resulted from broker preferencing (i.e. where an order executed ahead of another order (other orders) from a different dealer(s) that was at the same price and that had time priority) for the period of January 2017 to July 2018. Not every Canadian marketplace is able to accurately identify trades that result from broker preferencing and as a result, the data only includes those marketplaces that were able to provide relevant information.

The information is provided in terms of total volume, value and number of trades and as a percentage of total volume, value and number of trades. It is further separated by trades that are client to client, client to inventory and other.

Over the period of January 2017 to July 2018, the following data represents the average volume, value and number of trades resulting from broker preferencing as a percentage of total volume, value and number of trades.

-11-

Number of Broker Preferred Trades	Average as Percent of Total Number of Trades
Client to Client	3.91%
Client to Inventory	1.06%
Other	0.35%

Volume of Broker Preferred Trades	Average as Percent of Total Volume of Trades
Client to Client	4.44%
Client to Inventory	2.03%
Other	0.30%

Value of Broker Preferred Trades	Average as Percent of Total Value of Trades
Client to Client	2.54%
Client to Inventory	1.81%
Other	0.27%

Part 4 - Issues and Concerns

The following sections discuss some of the key issues or concerns that have been identified in relation to internalization. They include considerations related to:

- the common versus individual good
- the impact of broker preferencing in an evolving Canadian market
- how advanced dealer systems that leverage technology may intersect with the definition of a marketplace in the Canadian rule framework (and the corresponding marketplace requirements)
- the retail investor and segmentation of retail orders, which are inextricably linked to concerns about increasing levels of internalization

4.1 Common Good Versus Individual Good

The internalization of client orders may potentially benefit both the dealer internalizing the orders and its clients. Some client orders may be of sufficient size that they would trade through multiple price levels in an order book resulting in “market impact” and a less advantageous execution outcome. Other orders may be of sufficient size that they must be routed to multiple marketplaces to access all available liquidity. Depending on the technology utilized, network latencies experienced and the state of the order book at the time the order arrives at a marketplace, execution volumes may be different than expected if available liquidity has changed. Where a dealer internalizes a client order and executes the order at a single price, execution quality for clients may improve. Dealers may also experience reduced trading and/or back office processing costs, which also may ultimately benefit their clients.

-12-

Given the above, it may seem reasonable to suggest that in certain instances, the internalization of client orders could be in the best interests of the client, and in furtherance of a dealer's best execution obligations. However, dealers collectively acting in a manner that maximizes their benefits and the benefits to their own clients raises questions about whether and how this impacts the market as a whole. Where a dealer internalizes a client order that would otherwise have traded with existing displayed orders, another market participant has, at least in the immediate term, experienced an inferior outcome. Further, concentrated "silos" of orders interacting exclusively within individual dealers may result in inferior outcomes for participants who are not clients of these individual dealers. This raises important considerations that relate to balancing the principles of fairness and market integrity (i.e. confidence in the market) with the recognition that technology has provided the tools to achieve trading outcomes that provide measurable benefits to individual dealers and their clients.

- Question 4:** Please provide your thoughts on the question of the common versus the individual good in the context of internalization and best execution.
- Question 5:** Please provide any data regarding market quality measures that have been impacted by internalization. Please include if there are quantifiable differences between liquid and illiquid equities.
- Question 6:** Market participants: please provide any data that illustrates the impacts to you or your clients resulting from your own efforts (or those of dealers that execute your orders) to internalize client orders (e.g. cost savings, improved execution quality) or the impacts to you or your clients resulting from internalization by other market participants (e.g. inferior execution quality/reduced fill rates).

4.2 Broker Preferencing and Key Attributes of a Market

Broker preferencing is a somewhat unique feature to Canadian marketplaces³⁰ and has been a divisive issue over the years. Some market participants have expressed concern with the perceived inherent conflict with the use of broker preferencing in trading systems that otherwise prioritize the allocation of trades based on best price followed by time of order entry. Some also believe that it conveys greater benefits to dealers with more client orders, limits access to these orders to only those dealers and that it is at odds with general principles of fairness.

Supporters have expressed the view an "on-marketplace" internalization mechanism such as broker preferencing is more favourable and potentially more beneficial to market quality than alternatives. As previously noted, in other jurisdictions such as the United States, significant amounts of orders are traded by dealers "off-marketplace", and these orders are therefore never made available to the broader market. If broker preferencing were to be prohibited or substantially curtailed, concerns have been raised that dealers will search for alternative means by which to achieve the same outcomes away from Canada's transparent order books.

³⁰ While preferencing allocations have historically been employed on certain marketplaces in the United States, to our knowledge there are only limited other examples of this type of matching priority currently being employed by other marketplaces globally.

-13-

Broker preferencing can also be viewed as an incentive for dealers (or their clients where direct market access has been provided) to display liquidity in a transparent order book. While critics may argue that it acts as a deterrent to the price discovery process, proponents suggest the opposite.

Over the many years that broker preferencing has been part of the Canadian market, we are not aware of any studies completed or evidence to show that market quality has been negatively impacted as a result. However, if systems are being used to leverage broker preferencing and facilitate automated internalization (further described below), and the breadth of orders that can thus be internalized is larger, the impact on the broader market is not clear. Over time, the expanded use of broker preferencing to internalize a significantly greater magnitude of orders may impact liquidity, price discovery, fairness and market integrity, all of which we continue to believe are key attributes of a well-functioning Canadian market. While the execution results may be positive for clients, we must consider the impact on the broader market.

- Question 7:** Please provide your views on the benefits and/or drawbacks of broker preferencing?
- Question 8:** Market participants: where available, please provide any data that illustrates the impact of broker preferencing on order execution for you or your clients (either positive or negative).
- Question 9:** Please provide your thoughts regarding the view that broker preferencing conveys greater benefits to larger dealers.
- Question 10:** Does broker preferencing impact (either positively or negatively) illiquid or thinly-traded equities differently than liquid equities?

4.3 Interpretation of the Definition of a Marketplace

As noted above, two main characteristics of a marketplace are that it:

- (a) brings orders for multiple buyers and sellers together
- (b) allows orders to interact using established, non-discretionary methods

The current definition of a marketplace remains largely unchanged from when the Marketplace Rules were first introduced in 2001. However, technology has changed in many ways since that time and has been a key contributor to the evolution of the Canadian equity market. It has both increased the efficiency of our market and contributed to the complexity of trading. Technology has also helped dealers more efficiently match orders between their own clients and to provide liquidity to clients on a principal basis. While these tasks were once largely manual, technology has enabled dealers to automate the processes.

4.3.1 Automated Matching Against Client Orders on a Marketplace

The term “match” is not defined in Regulation 21-101 but it is intended to capture the process of bringing a buyer and seller together, potentially resulting in a trade execution. Policy Statement 21-101 provides additional guidance and clarifies that where a system merely routes unmatched

orders to a marketplace for execution, that system would not be considered a marketplace.³¹ However, Policy Statement 21-101 also clarifies that if a dealer uses a system to match buy and sell orders or pair orders with contra-side orders outside of a marketplace and routes the matched or paired orders to a marketplace as a cross, the Canadian securities regulatory authorities may consider the dealer to be operating a marketplace under subparagraph (a)(iii) of the definition of "marketplace".³²

Systems may be used by dealers that identify potential opportunities to route two "unmatched" orders to a marketplace, which may be executed and internalized through broker preferencing. Using a variety of techniques, a dealer may be able to internalize these orders with a high degree of certainty.

Although not contemplated at the time the Marketplace Rules were written, systems operating in a manner similar to that described above may appear to exhibit the characteristics of a marketplace as intended by the definition in Regulation 21-101 and guidance in Policy Statement 21-101. The systems may automatically identify potential internalization opportunities and employ various processes to essentially bring together client and principal orders which, using the established non-discretionary order matching methodology of a marketplace, may execute with a high degree of certainty. While the orders are executed as an "unintentional" cross through broker preferencing, the automated processes and resulting trades are intentional in nature.

The automation of this type of dealer activity may also greatly expand the scope of orders to which these processes can be applied. Subject to pre-determined and systematic parameters, technology can bring together or "match" buy and sell orders from large individual classes of a dealer's orders. The ability to automate wide-scale internalization of client orders may further call into question whether the activities exhibit enough characteristics of a marketplace that certain provisions of the Marketplace Rules should apply.

Question 11: Do you believe that a dealer that internalizes orders on an automated and systematic basis should be captured under the definition of a marketplace in the Marketplace Rules? Why, or why not?

4.4 Segmentation of Retail Orders

In the context of trade execution, segmentation of orders means the separation of orders from one class or type of market participant from that of other classes of participants. This can occur through a variety of methods and in the Canadian context is typically focused on the orders of retail investors. Retail orders have a unique value proposition to a variety of market participants. They not only provide value to the dealer responsible for their execution, but also provide value to counterparties on the other side of retail trades (including other investors, market makers and proprietary trading firms) and the marketplaces on which the orders are executed.

For market makers or proprietary trading firms, retail orders are valuable because they are less risky to trade against. Retail orders are often smaller in size, tend to be on aggregate, non-

³¹ Subsection 2.1(8) of Policy Statement 21-101.

³² Subsection 2.1(8) of Policy Statement 21-101.

-15-

directional, and may be perceived to be less informed. As a result, they may be profitable counterparties to trading strategies that seek to provide liquidity and/or capture the spread between the bid and offer.

For a dealer, part of the value of retail orders may also be linked to their desirability as a trade counterparty. In some jurisdictions, dealers often receive payment for their retail orders. Third-party firms will pay for the right to execute retail orders and then trade off-marketplace on a proprietary basis. These types of arrangements are not permitted within the Canadian rule framework.

Retail investors may also tend to demand immediacy of trade execution (i.e. employ market or marketable limit orders) more frequently than other types of clients. This may result in retail orders being more costly for a dealer to execute, particularly when executing trades on marketplaces that charge a fee for orders that remove liquidity from an order book (such as the standard “maker-taker” marketplace fee model³³). As a result, dealers may seek ways to achieve best execution for retail orders while also minimizing associated costs.

Marketplaces also value retail orders in that attracting retail orders will also attract liquidity providing participants who are motivated to act as a counterparty to retail orders, which may result in increased trading volume, market share and revenue.

As a result of their value to a variety of market participants, a number of methods designed to segment retail orders, both explicitly and implicitly, have been proposed or introduced by Canadian marketplaces. The traditional maker-taker trading fee model has been modified in the form of an “inverted” maker-taker model, which pays a rebate to an order that removes liquidity from an order book and charges a fee for the execution of an order that provides liquidity. The inverted fee model is attractive to cost-sensitive retail dealers as well as to liquidity providers who are seeking to take the other side of retail orders, and who are willing to pay a fee to do so.

Dark marketplaces³⁴ in Canada have also been linked to considerations related to segmentation of orders and internalization for many years. As an example, in 2010, Alpha ATS LP proposed to introduce IntraSpread, a dark trading facility within Alpha ATS that sought approval to introduce a “Seek Dark Liquidity” (SDL) order that would trade only with undisplayed liquidity in IntraSpread, and only with orders from the same dealer.³⁵ This explicit internalization feature raised concerns on the part of staff of the Ontario Securities Commission (the principal regulator of Alpha ATS at the time) and certain respondents to the public comment process. While the proposal was subsequently revised,³⁶ the underlying rationale was to offer a facility that would allow providers of liquidity the opportunity to interact exclusively with retail orders in a manner

³³ The “maker-taker” marketplace fee model charges a fee for the execution of an order that removes liquidity from an order book and pays a rebate to the provider of liquidity for the same transaction.

³⁴ A dark marketplace is a marketplace that does not publicly display orders on a pre-trade basis.

³⁵ Published at: http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Marketplaces/ats_20100716_proposed-changes.pdf.

³⁶ Published at: http://www.osc.gov.on.ca/en/Marketplaces_ats_20101214_rfc-intraspread.htm.

-16-

that offered the retail client price improvement and offered retail dealers a means by which to more efficiently manage trading costs.

In addition, certain marketplaces have introduced order processing delays, or “speedbumps” that are designed to slow down the execution of certain orders. In some cases, these order processing delays are implicitly operationalized in a way to make the marketplace potentially less attractive to certain orders and trading strategies (such as those of institutional investors) and potentially more attractive to retail dealers and counterparties seeking to trade with retail orders.

Recognized exchanges in Canada have also employed other methods to segment retail orders. Programs associated with exchange market makers have been revised in a manner that, in certain circumstances, allows market makers to interact more exclusively with retail orders. These programs essentially provide an opportunity for the market maker to interact with “eligible” orders at the best available bid or offer, after all displayed liquidity on that marketplace has been traded against. An “eligible” order is narrowly defined such that it is essentially restricted to retail orders. A market maker is thus given the opportunity to exclusively interact with the remaining balance of a retail order that has traded with all available liquidity at the best bid or offer.

Segmentation is not only being facilitated by marketplaces. When developing systems to internalize orders such as those previously described, dealers may be specifically segmenting their own clients; targeting orders from their retail clients and excluding orders from other types of clients. Much of the recent concern about increasing levels of dealer internalization is premised on the view that systems are being employed to segment and internalize predominantly retail orders, leaving significantly less opportunity for the broader market to trade with retail clients and potentially resulting in inferior execution results for market participants in aggregate.

The continued trend towards segmentation of retail orders raises important questions, similar to those discussed in relation to internalization and more broadly in the context of the key attributes of a market.

Question 12: Do you believe segmentation of orders is a concern? Why, or why not? Do your views differ between order segmentation that is achieved by a dealer internalizing its own orders and order segmentation that is facilitated by marketplaces?

4.5 Internalization and the Retail Investor

The retail investor is inextricably linked to any discussion about internalization. In sections 4.1 through 4.3 of this Consultation Paper, we have highlighted specific issues related to dealer systems that blur the lines between dealer and marketplace activities, as well as concerns about the fairness of broker preferencing. Further, we frame a “bigger picture” issue in the context of the “individual good” versus the “common good” of the entire market. While orders from a variety of market participants can be internalized using various means, the focus of recent concerns is predominantly in relation to the orders of retail investors.

Discussions about the treatment of retail orders are not new. Many of the market structure issues that CSA staff, IIROC staff and the industry as a whole have considered in recent years are in some way related to retail orders. As has been described, the execution of retail orders was an important element in the development of the framework for dark liquidity, changes to the order protection

-17-

rule, as well as various marketplace proposals related to fees, order processing delays and market making facilities. It was also the direct focus of a CSA publication in 2014 that articulated concerns related to the routing of retail orders to the United States for execution.³⁷ In that publication, the CSA stated “*retail orders are an important part of the Canadian market ecosystem, and the CSA continue to support the existing rule framework, which emphasizes the importance of these orders to the quality of the Canadian equity market, including the price discovery process*”. We further articulated our public interest concerns in stating “*the CSA are concerned that widespread routing of retail order flow to U.S. dealers will negatively impact the quality of the Canadian market, and may affect the quality of execution achieved for investors.*” These same issues continue to be relevant in the context of this Consultation Paper on internalization.

It is clear that retail orders have value to a variety of market participants, and a great deal of resources have been expended by various industry stakeholders to create ways to extract this value to the benefit of some, but not necessarily all. In the context of the issues around internalization, we are considering whether and how our rule framework can directly address the questions and issues associated with the execution of retail orders in a manner that both protects the interests of retail investors, and ensures that the Canadian equity market continues to bring together all types of participants in a transparent and efficient manner.

Question 13: Do you believe that Canadian market structure and the existing rule framework provides for optimal execution outcomes for retail orders? Why or why not?

Question 14: Should the CSA and IIROC consider changes to the rule framework to address considerations related to orders from retail investors? If yes, please provide your views on the specific considerations that could be addressed and proposed solutions.

Part 5 – Other Related Issues

There are also several elements of Canadian market structure that are related to internalization but that we have either not explored in detail in this Consultation Paper, and/or are not in scope when considering potential policy approaches to the issues.

5.1 Block Trades

As has been discussed, internalization can refer to different types of trading activities, and may occur through a variety of means. One method is through the execution of an intentional cross, where a dealer may work to find the counterparty to a client order or commit its capital and assume the risk of acting as the trade counterparty on a principal basis. Commonly referred to as the “upstairs market”, withholding larger orders from immediate entry to a marketplace is a long-standing practice in the Canadian market. Although these trades may ultimately be internalized, and potentially to the exclusion of orders from other marketplace participants, we do not intend to consider policy changes in this regard as we believe such activities to be potentially integral to both the execution of large investor orders and efficient functioning of the Canadian market.

³⁷ Published at <https://lautorite.qc.ca/en/general-public/media-centre/news/fiche-dactualites/canadian-securities-regulators-articulate-concerns-on-routing-retail-equity-orders-to-us-dealers/>.

5.2 Dark Liquidity

The Canadian rule framework for dark liquidity was implemented in 2012 as a joint initiative between the CSA and IIROC, with the goal of balancing the use of undisplayed orders and supporting the price discovery process. The key elements of the framework are the prioritization of displayed orders ahead of undisplayed orders at the same price on the same marketplace, and the provision of meaningful price improvement for small orders that execute with undisplayed orders. Section 4.4 of this Consultation Report briefly describes the historical link between the use of dark liquidity and segmentation of orders.

While we will consider potential approaches to address the execution of retail orders, we continue to believe that the dark liquidity framework strikes an appropriate balance that protects the price discovery process while recognizing that dark liquidity serves an important purpose in the execution of certain trading strategies and is a consideration in seeking best execution of client orders. We do not intend to consider revising the dark liquidity framework at this time.

5.3 Trading Fee Models

We have described the link between trading fee models and internalization, and that trading fee models are a tool used by marketplaces to attract and/or segment orders, including retail orders. While trading fee models are an important part of the internalization discussion, at this time we do not intend to consider changes that might impact the trading fee models currently employed by Canadian marketplaces. In addition, on December 18, 2018, the CSA published for comment a proposed pilot study that would examine the impact of limiting or prohibiting the payment of rebates by marketplaces.³⁸

Question 15: Are there other relevant areas that should be considered in the scope of our review?

Part 6 – Next Steps

This Consultation Paper seeks feedback on a variety of matters related to internalization. As we recognize the importance of the issue, we must also ensure that all stakeholders are given an opportunity to provide input, and that all feedback is considered in our ongoing policy discussions. For this reason, this Consultation Paper does not reach conclusions or propose next steps. We will consider all feedback received and determine next steps at the end of this consultation phase.

³⁸ Published at: <https://lautorite.qc.ca/fileadmin/lautorite/reglementation/valeurs-mobilieres/0-avis-acvm-staff/2018/2018dec18-23-323-avis-acvm-cons-en.pdf>

-19-

Comments and submissions

We invite 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 consultation period expires **Monday May 13, 2019**.

Please submit your comments in writing on or before **May 13, 2019**. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

Address your submission to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
Manitoba Securities Commission
Ontario Securities Commission
Autorité des marchés financiers
Financial and Consumer Services Commission, New Brunswick
Superintendent of Securities, Government of Prince Edward Island
Nova Scotia Securities Commission
Superintendent of Securities, Department of Service NL, Provincial Government of Newfoundland and Labrador
Superintendent of Securities, Northwest Territories
Superintendent of Securities, Yukon
Superintendent of Securities, Department of Justice, Government of Nunavut

Deliver your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA regulators.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, rue du Square-Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal, Québec H4Z 1G3
Fax : 514-864-6381
Consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
Ontario Securities Commission
20 Queen Street West
22nd Floor
Toronto, Ontario M5H 3S8
Fax: 416-593-2318
comments@osc.gov.on.ca

-20-

IIROC

Kevin McCoy
 Investment Industry Regulatory Organization of Canada
 Suite 2000, 121 King Street West
 Toronto, Ontario, M5H 3T9
kmccoy@iiroc.ca

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of the written comments received during the comment period. All comments received will be posted on the websites of each of the Alberta Securities Commission at www.albertasecurities.com, the Autorité des marchés financiers at www.lautorite.qc.ca and the Ontario Securities Commission at www.osc.gov.on.ca. Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Part 7 - Questions

Please refer your questions to any of the following:

Roland Geiling Analyste en produits dérivés Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers roland.geiling@lautorite.qc.ca	Serge Boisvert Analyste en réglementation Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers serge.boisvert@lautorite.qc.ca
Lucie Prince Analyste Direction des bourses et des OAR Autorité des marchés financiers lucie.prince@lautorite.qc.ca	Kent Bailey Trading Specialist, Market Regulation Ontario Securities Commission kbailey@osc.gov.on.ca
Kortney Shapiro Legal Counsel, Market Regulation Ontario Securities Commission kshapiro@osc.gov.on.ca	Tracey Stern Manager, Market Regulation Ontario Securities Commission tstern@osc.gov.on.ca
Sasha Cekerevac Regulatory Analyst, Market Regulation Alberta Securities Commission sasha.cekerevac@asc.ca	Bruce Sinclair Securities Market Specialist British Columbia Securities Commission bsinclair@bcsc.bc.ca
Kevin McCoy Vice-President, Market Policy & Trading Conduct Compliance IIROC kmccoy@iiroc.ca	

Appendix A**Quantitative Analysis of Internalization on Canadian Marketplaces**

This appendix looks quantitatively at trading activity and features associated with the internalization of orders.

Part 1 of this appendix provides data with respect to the occurrences of intentional and unintentional crosses on all Canadian marketplaces for the period of January 2016 to June 2018 and relies on data received by IIROC through the Market Regulation Feed submitted by each marketplace.

Part 2 of this appendix looks at the magnitude of broker preferencing. The data used for this section only includes the data provided by those marketplaces that are able to accurately track trades resulting from orders that do not follow time priority as a result of broker preferencing, and covers the period of January 2017 to July 2018.

Part 1

Fig. 1 – Percentage of Total Trades Executed as Unintentional (UIC) or Intentional (IC) Crosses

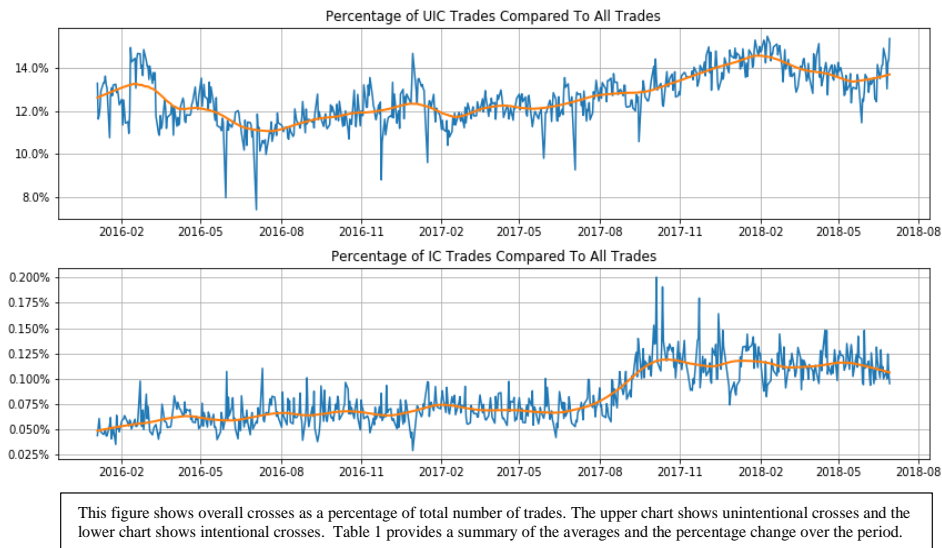
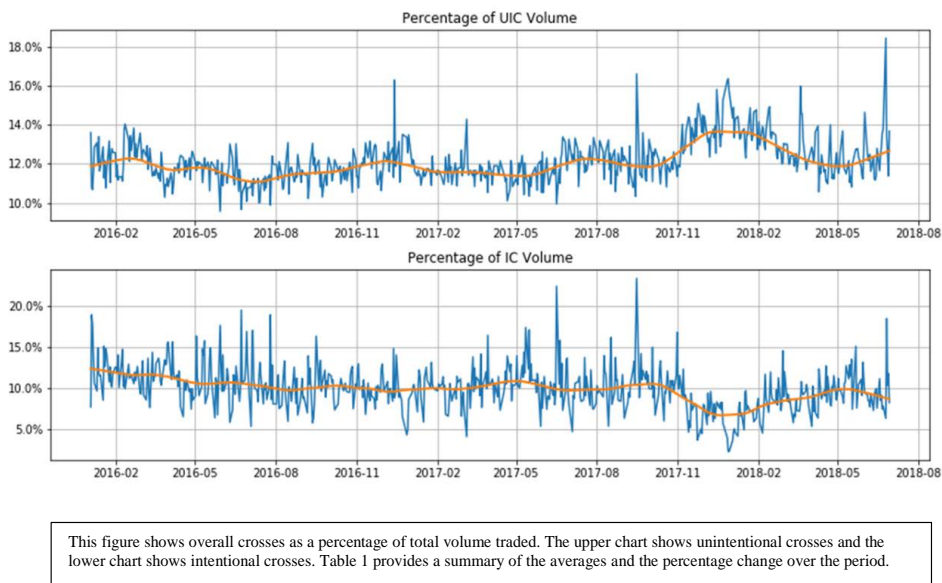
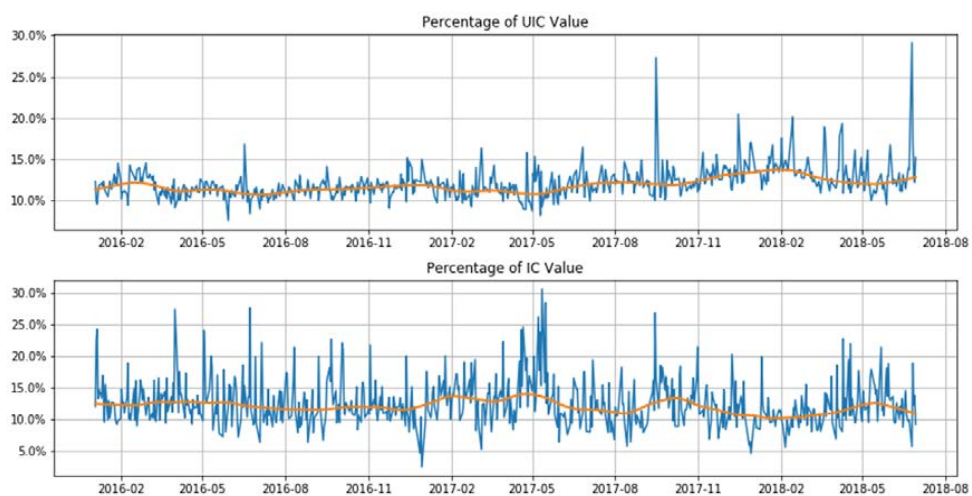


Fig. 2 - Percentage of Total Volume Executed as Unintentional or Intentional Crosses



-23-

Fig. 3 - Percentage of Total Value Executed as Unintentional or Intentional Crosses



This figure shows overall crosses as a percentage of total value traded. The upper chart shows unintentional crosses and the lower chart shows intentional crosses. Table 1 provides a summary of the averages and the percentage change over the period.

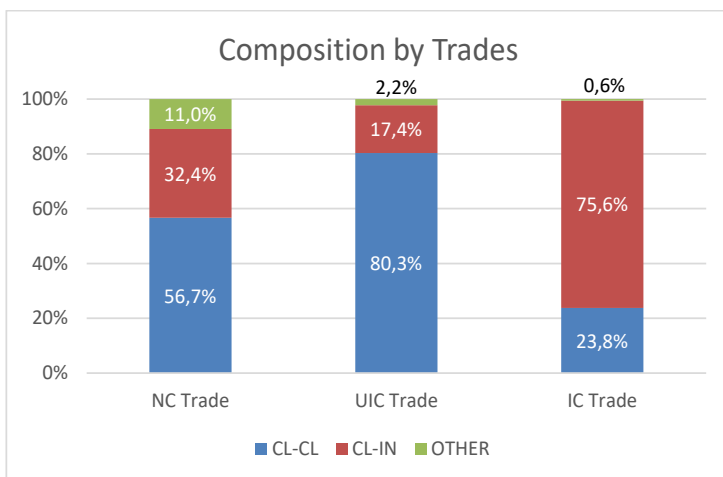
-24-

Table 1 – Six-month Averages of Unintentional and Intentional Crosses

	2016	2016	2017	2017	2018		Change
	Period1	Period2	Period3	Period4	Period5		Over
	Jan- June	July- Dec	Jan- June	July- Dec	Jan- June	Net	Change
						Change	%
							Change
Unintentional by Trade	12.27%	11.64%	12.07%	13.12%	13.91%	1.64%	13.41%
Unintentional by Volume	11.85%	11.70%	11.58%	12.62%	12.75%	0.90%	7.60%
Unintentional by Value	11.44%	11.39%	11.48%	12.65%	13.40%	1.96%	17.13%
Intentional by Trade	0.06%	0.07%	0.07%	0.10%	0.11%	0.06%	94.52%
Intentional by Volume	11.53%	10.03%	10.46%	9.41%	8.87%	-2.66%	-23.09%
Intentional by Value	13.18%	12.13%	13.82%	12.09%	11.67%	-1.51%	-11.46%

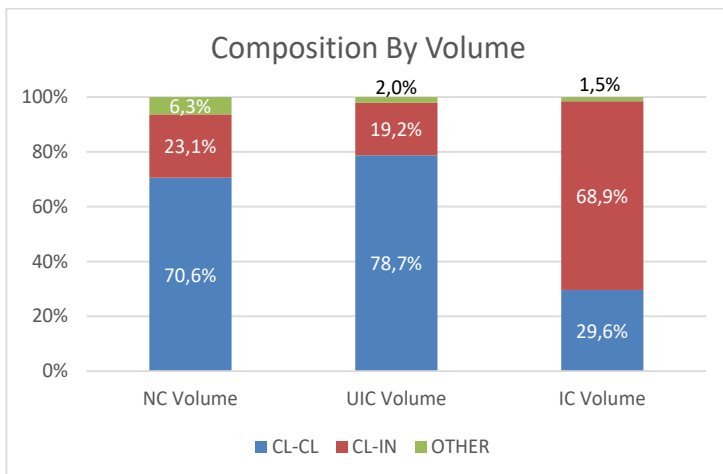
Table 1 shows the average percentages of total trade executions executed as intentional and unintentional crosses by number of trade, total volume and value averaged over a six-month period. Net change is calculated by comparing period 1 (Jan-June 2016) to period 5 (Jan-June 2018). Change over periods 1-5 is the net change as a percentage of the period 1 percentage. Net change and percent change may not be exact due to rounding.

Fig. 4 – Cross Trades by Account Type – Compared Against Non-cross (NC) Trades



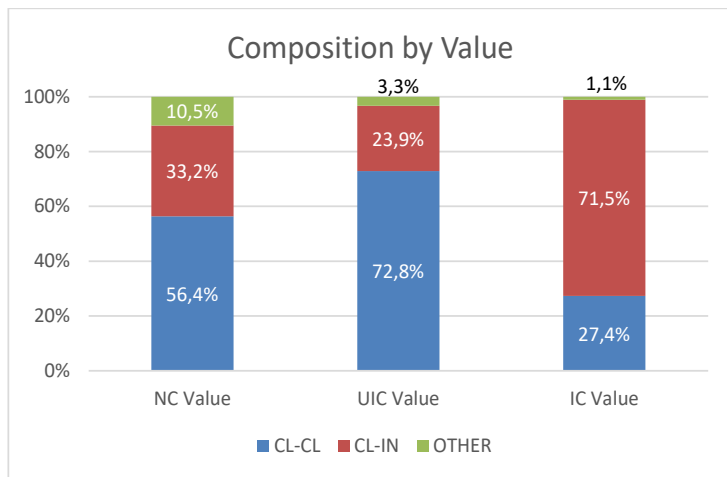
This figure shows the percentage of intentional and unintentional crosses by number of trades and client types. Client types of non-cross trades is provided for comparison purposes. "OTHER" refers to any trade involving an account type marker that is not CL-CL or CL-IN.

Fig. 5 – Cross Volume by Account Type – Compared Against Non-cross Volume



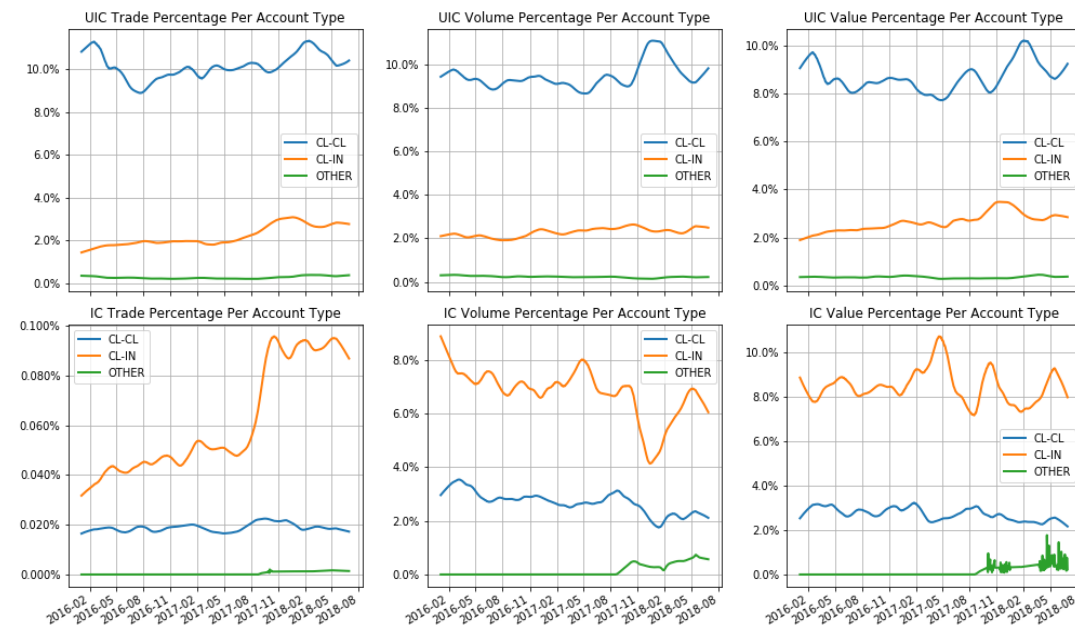
This figure shows the percentage of intentional and unintentional crosses by volume and client types. Client types of non-cross trades is provided for comparison purposes.

Fig. 6 - Cross Value by Account Type – Compared Against Non-cross Value



This figure shows the percentage of intentional and unintentional crosses by value traded and client types. Client types of non-cross trades is provided for comparison purposes.

Fig. 7 – Crosses by Account Type



This figure shows the change over the period by number of trades, total volume traded and total value traded by client type. The percentages are measured against the total trading that occurred on all marketplaces.

-27-

Table 2 – Cross by Account Types – 6-month Averages

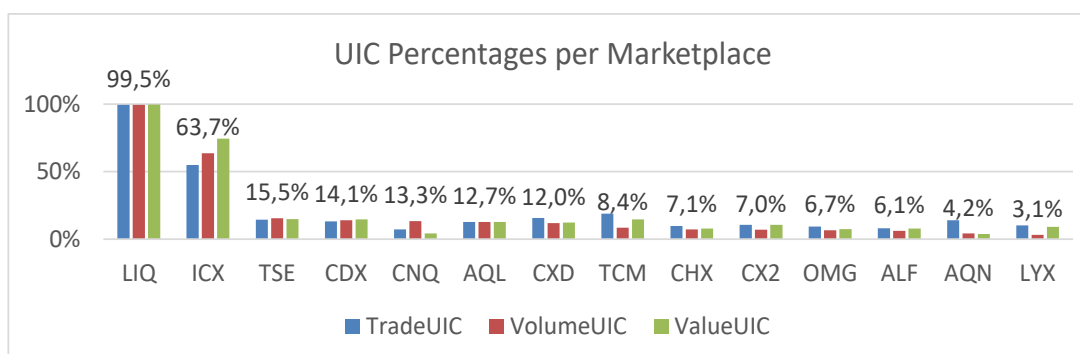
		2016	2016	2017	2017	2018		Change
		Period1	Period2	Period3	Period4	Period5		Over
		Jan- June	July- Dec	Jan- June	July- Dec	Jan- June	Net Change	% Change
Unintentional by Trade	CL-CL	10.25%	9.47%	9.89%	10.13%	10.72%	0.47%	4.60%
Unintentional by Trade	CL-IN	1.73%	1.95%	1.95%	2.74%	2.81%	1.08%	62.40%
Unintentional by Trade	OTHER	0.29%	0.23%	0.24%	0.25%	0.39%	0.10%	33.90%
Unintentional by Value	CL-CL	8.80%	8.46%	8.22%	8.79%	9.95%	1.14%	13.00%
Unintentional by Value	CL-IN	2.25%	2.53%	2.91%	3.51%	3.00%	0.75%	33.50%
Unintentional by Value	OTHER	0.39%	0.40%	0.36%	0.35%	0.45%	0.06%	16.20%
Unintentional by Volume	CL-CL	9.37%	9.31%	8.97%	9.83%	10.12%	0.75%	8.00%
Unintentional by Volume	CL-IN	2.18%	2.14%	2.38%	2.58%	2.40%	0.22%	10.10%
Unintentional by Volume	OTHER	0.30%	0.25%	0.23%	0.21%	0.23%	-0.07%	-23.30%
Intentional by Trade	CL-CL	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	2.60%
Intentional by Trade	CL-IN	0.04%	0.05%	0.05%	0.08%	0.09%	0.05%	132.90%
Intentional by Trade	OTHER	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	NA
Intentional by Value	CL-CL	4.13%	3.75%	3.56%	3.23%	2.56%	-1.58%	-38.10%

-28-

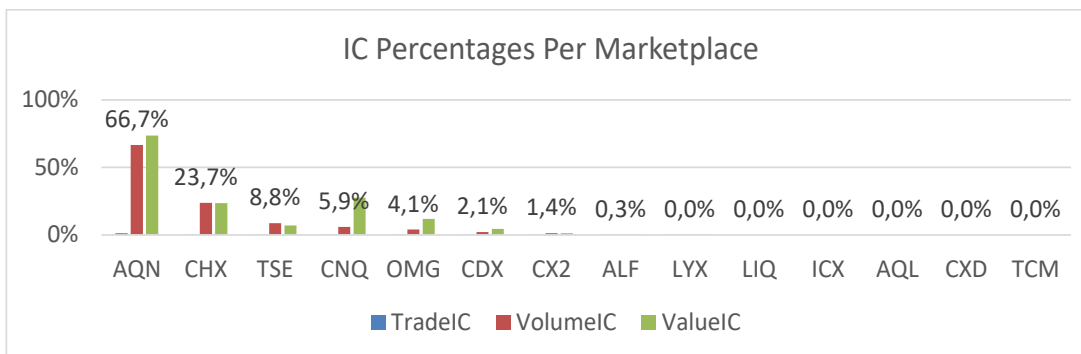
Intentional by Value	CL-IN	9.04%	8.38%	10.26%	8.65%	8.64%	-0.40%	-4.50%
Intentional by Value	OTHER	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.47%	0.47%	NA
Intentional by Volume	CL-CL	3.54%	3.16%	2.96%	2.94%	2.24%	-1.30%	-36.80%
Intentional by Volume	CL-IN	7.99%	6.86%	7.50%	6.24%	6.16%	-1.83%	-22.90%
Intentional by Volume	OTHER	0.00%	0.00%	0.00%	0.23%	0.48%	0.47%	NA

Table 2 shows the average percentages of intentional and unintentional crosses by client type and number of trades, total volume and value averaged over a six-month period. Net change is calculated by comparing periods 1 (Jan-June 2016) to period 5 (Jan-June 2018). Change over periods 1-5 is the net change as a percentage of the period 1 percentage. Net change and percent change may not be exact due to rounding.

Fig. 8 – Cross Percentage by Marketplace³⁹ – Relative to Own Trading

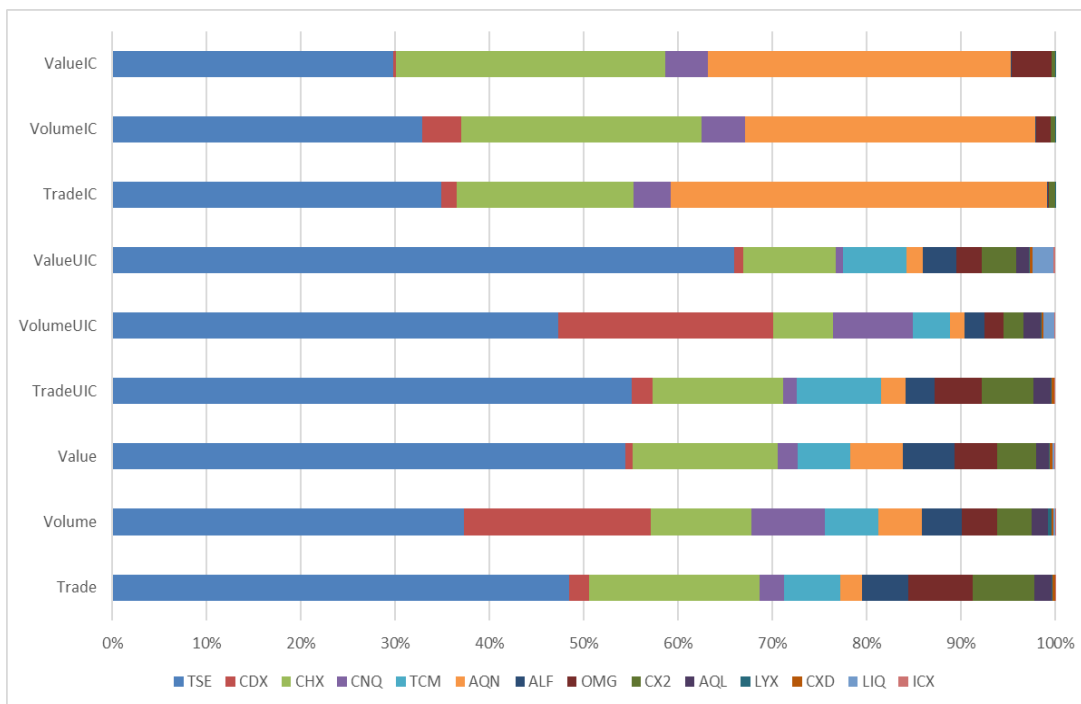


³⁹ Marketplaces are represented by the following abbreviations: AQN – Aequitas Neo, CHX - Nasdaq CXC, TSE - TSX, CNQ – Canadian Securities Exchange, OMG – Omega, CDX - TSX Venture, CX2 – Nasdaq CX2, ALF – Alpha, LYX – Lynx, LIQ – Liquidnet Canada, ICX – Instinet Canada Cross, AQL – Aequitas Lit, CXD – Nasdaq CXD, TCM – MATCHNow.



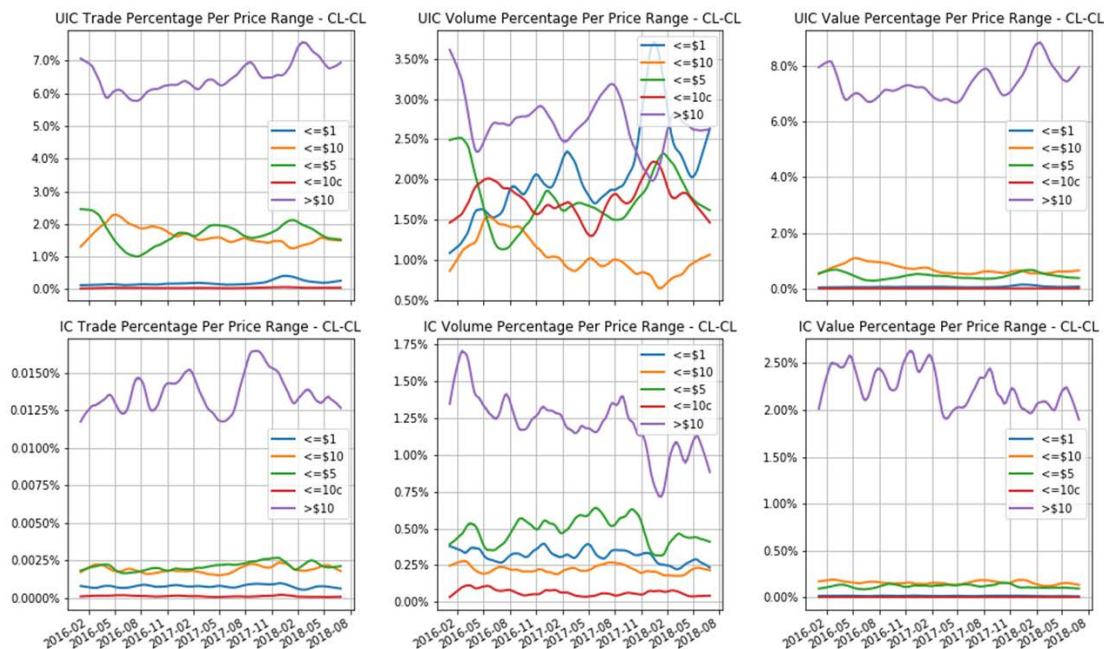
This figure shows the percentage of intentional and unintentional crosses by total trades, total volume and total value measured against each marketplace's own trading. Percentages displayed above the bars correspond to volume.

Fig. 9 – Contribution by Marketplace



This figure shows the percentage contribution by each marketplace against the total traded by all marketplaces. For comparison purposes, total (including cross and non-cross activity) number of trades, volume and value has been included.

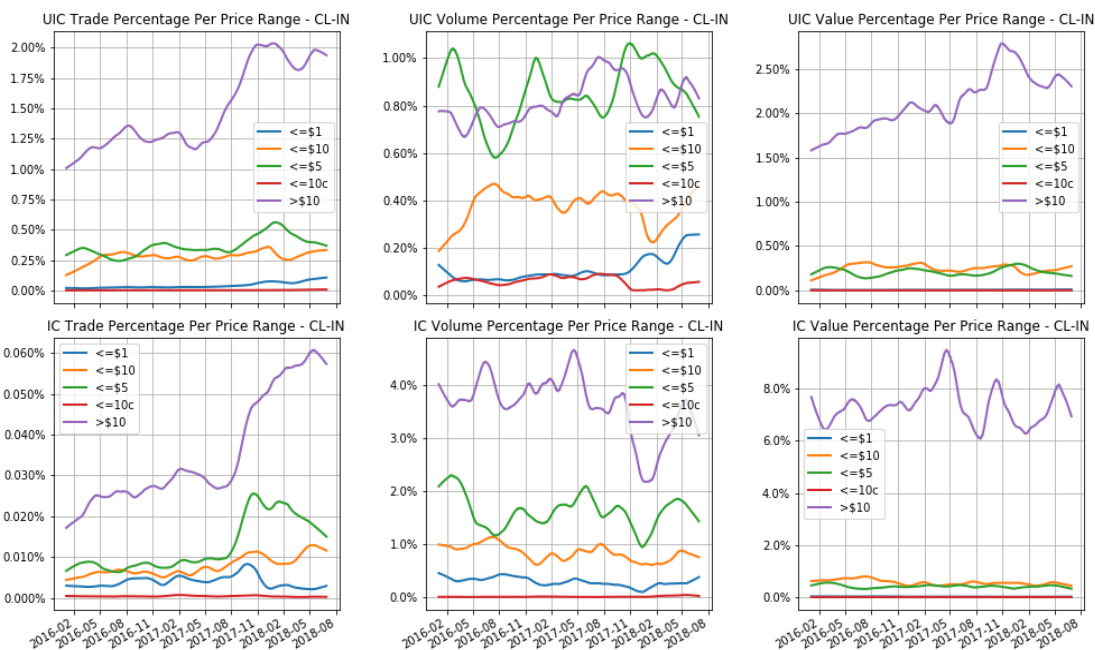
Fig. 10 – CL-CL Crosses by Security Price⁴⁰



This figure shows a breakdown of intentional and unintentional client-client crosses as a percentage of total trading activity over the period by security price. 5 buckets are used: <=.10, <=\$1, <=\$5, <=\$10, >\$10.

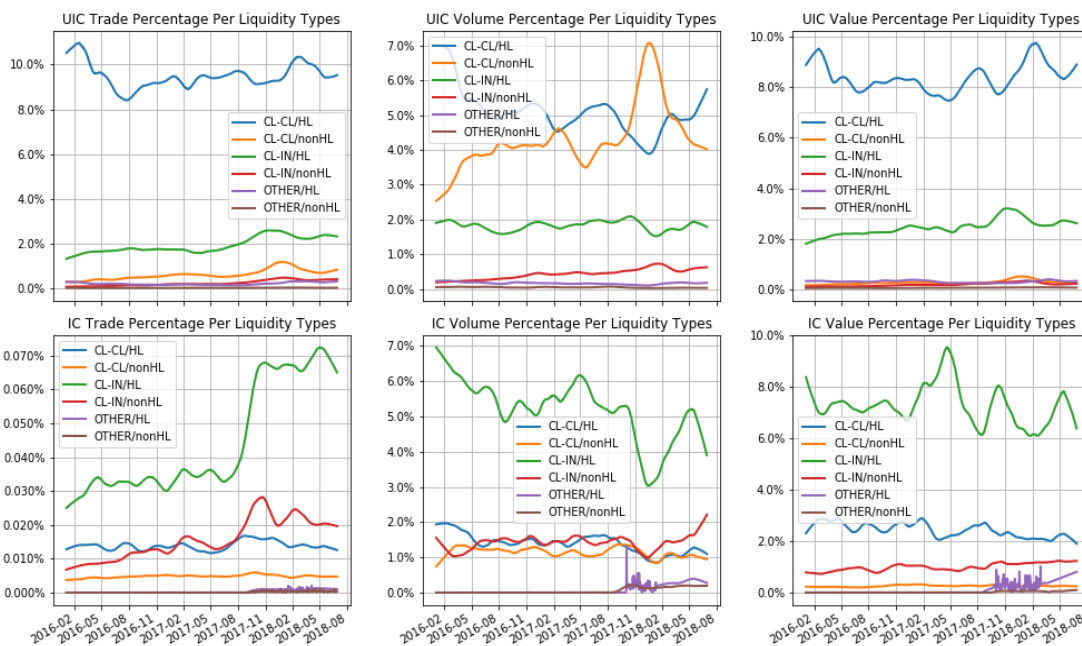
⁴⁰ For Fig. 10 and Fig. 11, <=\$1 means >.10 and <\$1, <=\$5 means >\$1 and <=\$5, <=\$10 means >\$5 and <=\$10

Fig. 11 – CL-IN Crosses by Security Price



This figure shows a breakdown of intentional and unintentional client-inventory crosses as a percentage of total trading activity over the period by security price. 5 buckets are used: <=\$10, <=\$1, <=\$5, <=\$10, >\$10.

Fig. 12 –Crosses by Liquidity



This figure shows a breakdown of intentional and unintentional crosses as a percentage of total trading activity by client type over the period by liquidity. For the calculation of liquidity, the IIROC highly-liquid security list was used. A highly-liquid security is defined as a listed or quoted security that:

- has traded, in total, on one or more marketplaces as reported on a consolidated market display during a 60-day period ending not earlier than 10 days prior to the commencement of the restricted period:
 - an average of at least 100 times per trading day, and
 - with an average trading value of at least \$1,000,000 per trading day;
- or
- is subject to Reg. M and is considered to be an “actively-traded security” under that regulation.

Table 3 – Contribution by Top 15 Dealers

Total Value	87.70%
Total Volume	84.20%
Total Trades	87.90%
Intentional Crosses - Value	83.30%
Intentional Crosses - Volume	74.60%
Intentional Crosses - Trades	75.00%
Unintentional Crosses - Value	94.40%
Unintentional Crosses - Volume	94.40%
Unintentional Crosses - Trades	98.60%

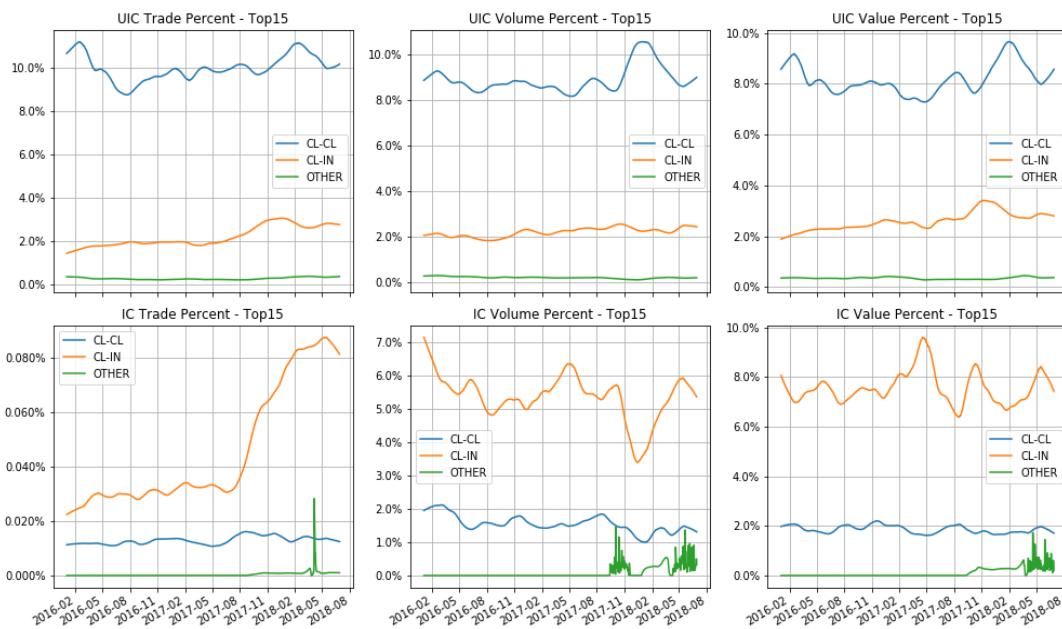
Table 3 aggregates the activity of the top 15 dealers as measured by trading activity. Percentages reflect the aggregate contribution over the period. For comparison purposes, total (including cross and non-cross trades) number of trades, volume and value have been included.

Fig. 13 – Top 15 Dealers - Crosses - Percentage of Own Trading



This figure shows the percentage of intentional and unintentional crosses by client type of the top 15 dealers as compared against the total trading activity of the same top 15 dealers on all marketplaces.

Fig. 14 – Top 15 Dealers - Crosses - Percentage of Total Trading



This figure shows the percentage of intentional and unintentional crosses by client type of the top 15 dealers as compared against the total trading activity of all dealers on all marketplaces.

Part 2

Certain marketplaces can capture executions that result from broker preferencing (i.e. when an order does not follow time priority and executes with another order from the same dealer). Data from these marketplaces is set out below for the period of January 2017 to July 2018. Figures 1 through 3 represent the number of trade executions resulting from broker preferencing (by volume, value and number of trades) aggregated across all marketplaces that are able to provide relevant data. Figures 4 through 6 represent the same information, but shown as a percentage of aggregate volume, value and number of trades (across all marketplaces that are able to provide relevant data).

Fig. 1 –Broker Preferred Trade Executions by Number of Trades

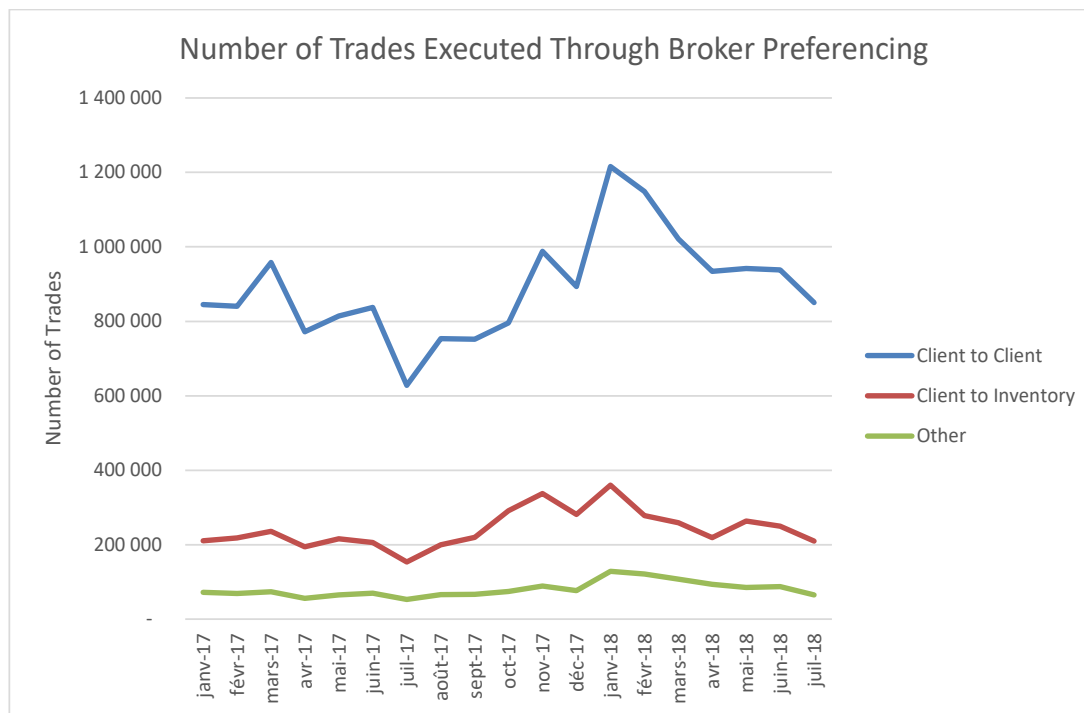


Fig. 2 – Broker Preferred Trade Executions by Volume

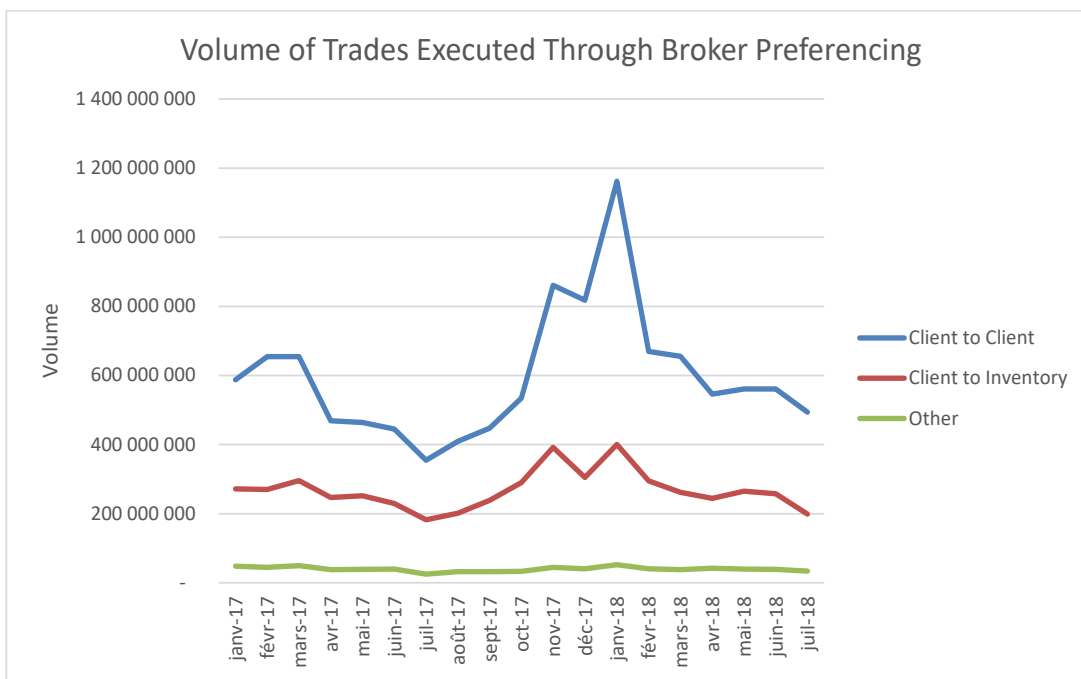


Fig. 3 - Broker Preferred Trade Executions by Value

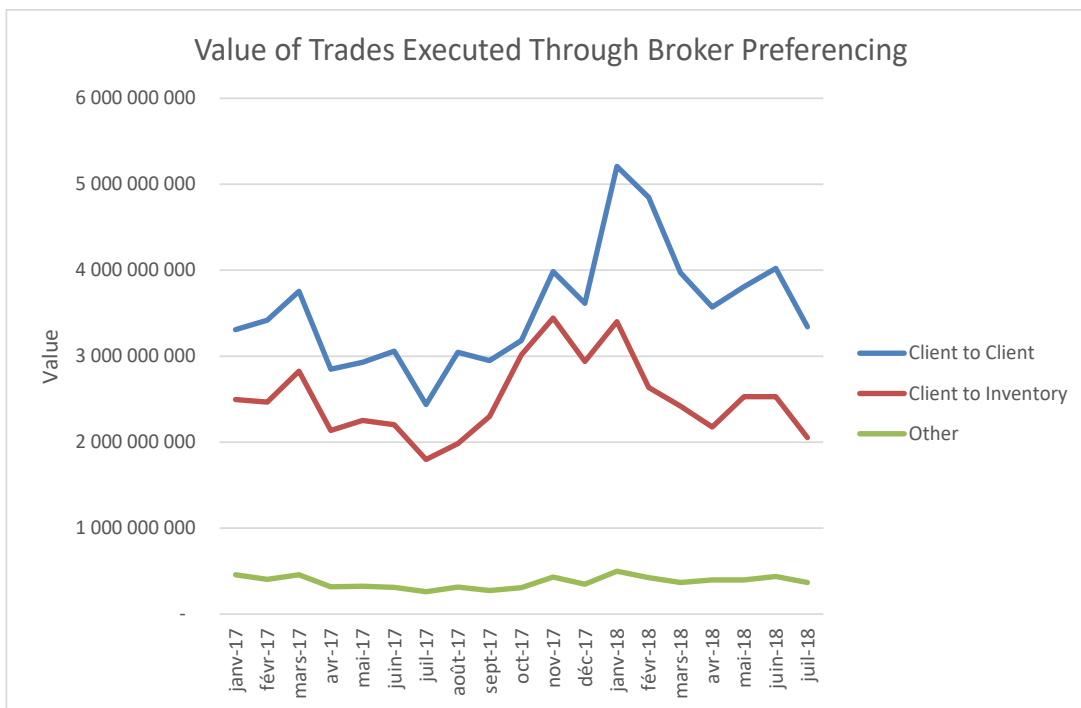


Fig. 4 – Broker Preferred Trades as a Percentage of Aggregate Number of Trades

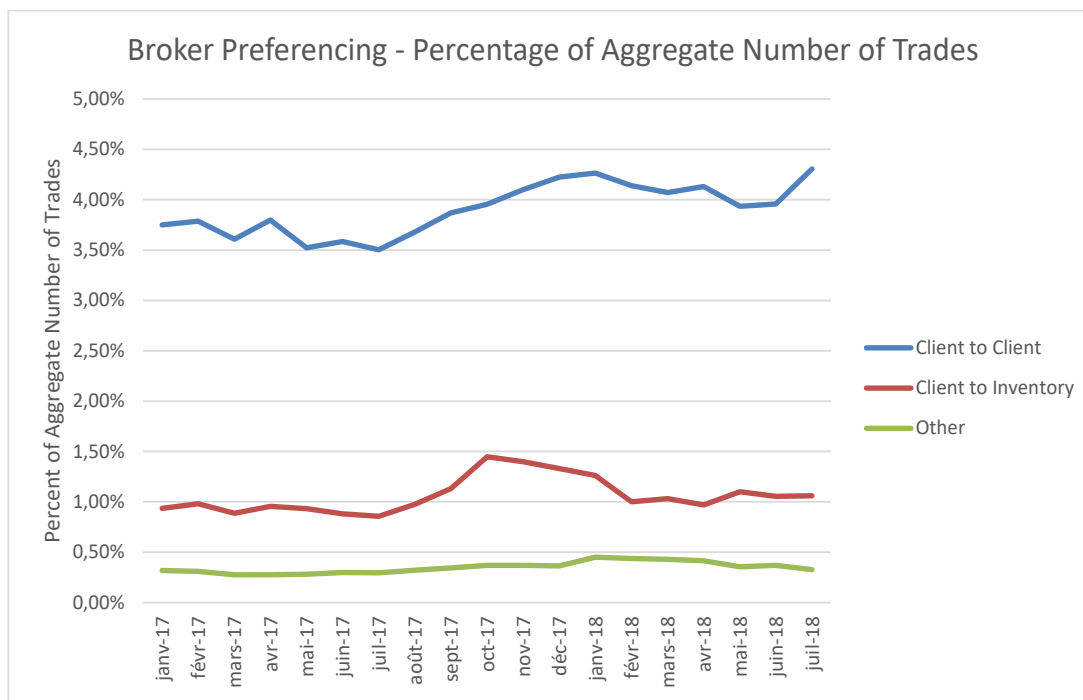
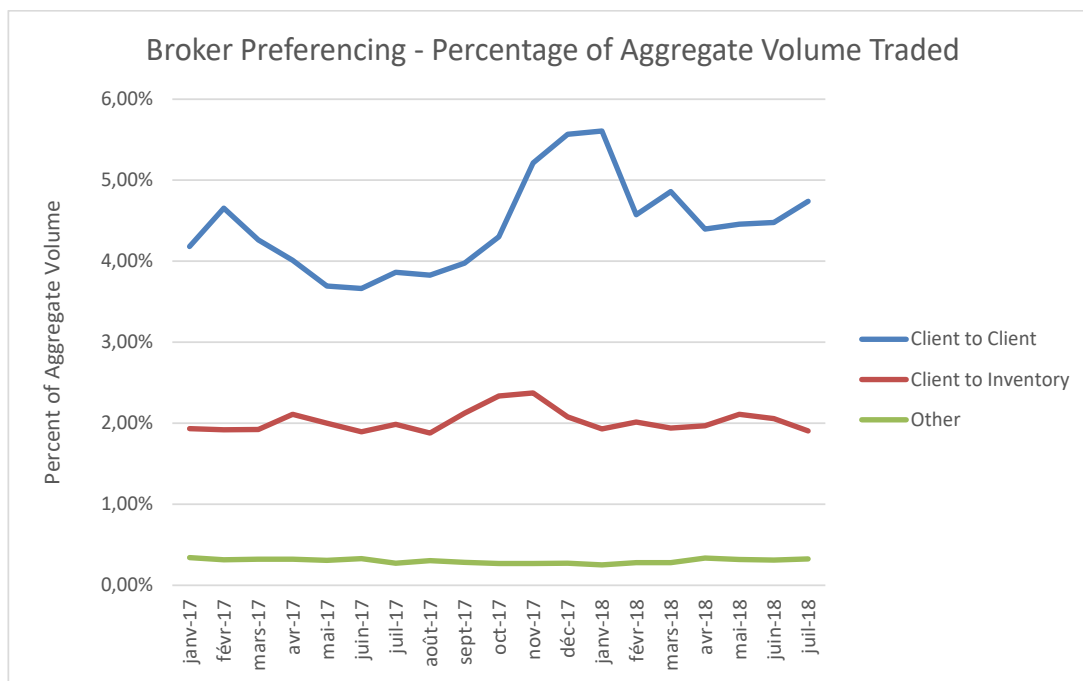
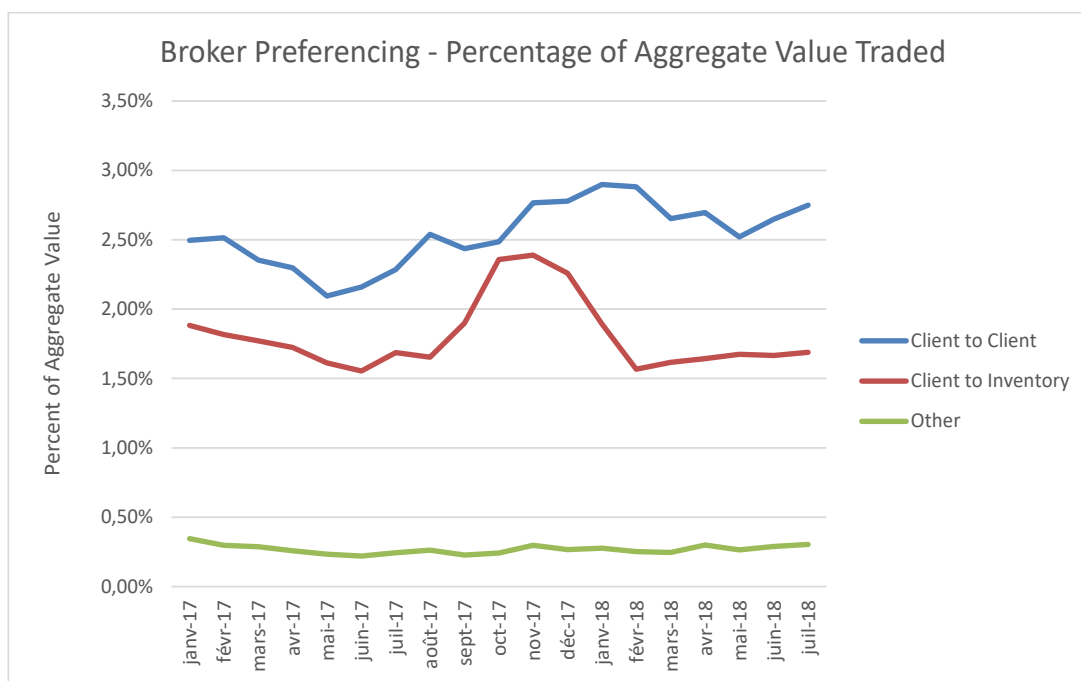


Fig. 5 – Broker Preferred Trades as a Percentage of Aggregate Volume Traded



-38-

Fig. 6 – Broker Preferred Trades as a Percentage of Aggregate Value Traded



Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 9.2.1°, 9.3°, 9.5° et 9.6° et a. 331.2)

Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs de référence désignés

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, chapitre V-1.1, le règlement suivant dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 90 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs de référence désignés.*

Vous trouverez également ci-dessous l'*Instruction générale relative au Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs de référence désignés.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **12 juin 2019**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Renseignements additionnels

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

Serge Boisvert
Analyste en réglementation
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4358
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
Analyste en produits dérivés
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, poste 4323
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Le 14 mars 2019

Avis de consultation des ACVM

Projet de Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indice de référence désignés

Projet d'Instruction générale relative au Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indice de référence désignés

Le 14 mars 2019

Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM** ou **nous**) publient les textes suivants pour une période de consultation de 90 jours prenant fin le 12 juin 2019 :

- le projet de *Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indice de référence désignés* (le **règlement**);
- le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indice de référence désignés* (l'**instruction générale**).

Dans le présent avis, le règlement et l'instruction générale sont appelés collectivement les **projets de textes**.

Le texte du règlement et de l'instruction générale est publié avec le présent avis et sur les sites Web des membres des ACVM, notamment les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bsc.bc.ca
nssc.novascotia.ca
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.sfsc.gov.sk.ca
www.mbsecurities.ca

Le présent avis a pour objet de lancer une consultation sur les projets de textes. Nous invitons les intéressés à les commenter et à répondre aux questions formulées dans la section « Consultation » ci-après.

À l'heure actuelle, au Canada, les indices de référence, de même que les personnes qui les administrent, fournissent des données servant à les établir et les utilisent, ne font l'objet d'aucune réglementation ou supervision formelle en valeurs mobilières. Cependant, au fur et à mesure que l'importance des indices de référence s'accroît au sein des marchés des capitaux du pays, et parce que des cas d'inconduite liés à des indices de référence ont eu une incidence négative considérable

sur les marchés des capitaux, avec plusieurs répercussions sur la scène internationale, nous estimons qu'il y a lieu d'instituer un régime réglementaire en valeurs mobilières applicable aux indices de référence, à leurs administrateurs et à contributeurs ainsi qu'à certains de leurs utilisateurs.

Les projets de textes visent à instaurer un régime général portant sur les éléments suivants :

- la désignation et la réglementation des indices de référence (les **indices de référence désignés**), notamment des obligations particulières (ou des dispenses de ces obligations) à l'égard des indices de référence essentiels désignés (les **indices de référence essentiels désignés** ou **indices de référence essentiels**), des taux d'intérêt de référence désignés (les **taux d'intérêt de référence désignés** ou **taux d'intérêt de référence**) et des indices de référence fondés sur des données réglementées désignés (les **indices de référence fondés sur des données réglementées désignés** ou **indices de référence fondés sur des données réglementées**);
- la désignation et la réglementation des personnes qui administrent ces indices (les **administrateurs d'indice de référence désigné** ou **administrateurs**);
- la réglementation des personnes qui, le cas échéant, fournissent certaines données qui serviront à établir ces indices de référence désignés (les **contributeurs d'indice de référence** ou **contributeurs**);
- la réglementation de certains utilisateurs d'indices de référence désignés, en particulier les utilisateurs qui sont déjà, à un titre ou à un autre, soumis à la législation en valeurs mobilières au Canada (les **utilisateurs d'indice de référence** ou **utilisateurs**).

Au Canada, Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (**RBSL**)¹ est actuellement l'administrateur de deux indices importants au Canada :

- le Canadian Dollar Offered Rate (taux offert en dollar canadien) (**CDOR**);
- le Canadian Overnight Repo Rate Average (taux des opérations de pension à un jour) (**CORRA**).

Actuellement, les ACVM entendent désigner uniquement RBSL à titre d'administrateur et les taux CDOR et CORRA en tant qu'indices de référence (chacun comme indice de référence essentiel et taux d'intérêt de référence) en vertu du règlement². Elles comptent le faire parce que les utilisateurs

¹ Avant son changement de dénomination le 28 février 2019, RBSL se nommait Thomson Reuters Benchmark Services Limited.

² Le taux CDOR est l'indice financier de référence reconnu au Canada pour les acceptations bancaires dont l'échéance est d'un an ou moins; il s'agit du taux auquel les banques sont disposées à consentir des prêts aux entreprises. Le taux CORRA, qui est la mesure du coût moyen du financement à un jour garanti, est largement employé comme taux de référence des swaps indexés sur le taux à un jour et des contrats à terme s'y rapportant. On peut obtenir de plus amples renseignements sur le CDOR et le CORRA au <https://financial.thomsonreuters.com/en/products/data-analytics/market-data/financial-benchmarks/benchmarks-in-canada.html>.

et les autres participants au marché s'appuient largement sur le CDOR et au CORRA, qui sont utilisés dans divers instruments financiers dont la valeur notionnelle s'élève au moins à 12,3 billions de dollars³. Ce chiffre est d'environ cinq fois supérieur au produit intérieur brut du Canada pour 2017⁴. En ce qui a trait au CDOR et au CORRA, nous estimons que les risques suivants devraient être réduits au minimum :

- le risque d'interruption ou d'incertitude (si, par exemple, l'administrateur se retire ou se révèle inapproprié);
- le risque de pratiques abusives liées à l'indice de référence, notamment de manipulation de l'indice.

À défaut, la confiance dans les marchés des capitaux du Canada pourrait se trouver ébranlée et les participants aux marchés financiers du pays (y compris les investisseurs), essuyer des pertes ou assumer des coûts considérables.

Il est possible que, dans l'intérêt public, les ACVM désignent ultérieurement d'autres administrateurs et les indices qu'ils administrent, notamment dans les situations suivantes :

- l'indice de référence revêt une importance suffisante pour les marchés financiers au Canada;
- l'administrateur demande la désignation afin que son indice serve de référence pour des instruments financiers dans lesquels un ou plusieurs investisseurs institutionnels européens ont investi ou sont des contreparties en vertu du Règlement de l'UE (défini ci-après);
- les ACVM apprennent qu'un administrateur, un contributeur ou un utilisateur d'indice de référence mène des activités qui suscitent des inquiétudes liées aux risques réglementaires présentés ci-après en ce qui a trait à de telles parties, et concluent que l'administrateur et l'indice en question devraient être désignés.

Se reporter à la section « Modifications à venir concernant les indices de référence de marchandises » du présent avis pour connaître les circonstances dans lesquelles une autorité membre des ACVM pourrait éventuellement désigner des indices de référence de marchandises.

Contexte

En 2012, des allégations de manipulation du London inter-bank offered rate (taux d'emprunt interbancaire offert à Londres) (**LIBOR**) ont occasionné une perte de confiance du marché dans la crédibilité et l'intégrité du LIBOR et les indices financiers de référence en général. La manipulation du LIBOR a entraîné des poursuites civiles individuelles et collectives, des poursuites criminelles, le paiement de montants élevés au titre d'amendes et de transactions

³ Banque du Canada, *Les taux CDOR et CORRA dans les marchés financiers – volume et portée* (septembre 2018), en ligne : <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2018/10/taux-CDOR-CORRA-marches-financiers-%E2%80%93-volume-et-portee.pdf>.

⁴ Voir par exemple : https://www.international.gc.ca/economist-economiste/statistics-statistiques/data-indicators-indicateurs/Annual_Ec_Indicators.aspx?lang=fra.

judiciaires conclues avec les banques ayant fourni les données, un examen indépendant (le **Wheatley Review**)⁵ et, pour finir, la mise en œuvre de plusieurs recommandations issues de cet examen, notamment le remplacement, en février 2014, de la British Bankers' Association par ICE Benchmark Administration Limited en tant qu'administrateur du LIBOR. Le changement d'administrateur et la mise en œuvre des autres changements recommandés dans le Wheatley Review ont certes accru la confiance du marché dans le LIBOR, mais des doutes persistent sur le quant à la fiabilité du LIBOR en raison du déclin des activités d'emprunt interbancaire depuis le début de la crise financière. C'est pourquoi des travaux réglementaires sont en cours pour tenter de trouver des taux de rechange au LIBOR et à d'autres taux d'emprunt interbancaire⁶.

Principes de l'OICV

En octobre 2012, dans la foulée des controverses entourant le LIBOR, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO) a publié les *Principles of Oil Price Reporting Agencies* (principes applicables aux agences d'évaluation des prix du pétrole)⁷, qui visent à renforcer la fiabilité des évaluations des prix du pétrole servant de référence dans les contrats sur dérivés soumis à la réglementation des membres de l'OICV.

En juillet 2013, l'OICV a publié les *Principles for Financial Benchmarks* (principes régissant les indices de référence financiers)⁸. Ces deux séries de principes (ensemble, les **Principes de l'OICV**) proposent un cadre global de réglementation des indices de référence utilisés dans les marchés financiers, notamment des principes applicables aux conflits d'intérêts dans les processus d'établissement des indices de référence, qui servent de référence dans les instruments financiers soumis à la réglementation des membres de l'OICV.

⁵ Accessible en ligne au https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf.

⁶ Voir par exemple les publications suivantes :

ISDA, *Interbank Offered Rate (IBOR) Fallbacks for 2006 ISDA Definitions - Consultation on Certain Aspects of Fallbacks for Derivatives Referencing GBP LIBOR, 1 CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR, Euroyen TIBOR and BBSW* (12 juillet 2018), en ligne : <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/>;

Deloitte, *The alphabet soup of alternative reference rates post-LIBOR - SOFR, SONIA, EONIA, SARON, and TONAR* (11 avril 2018), en ligne : <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/alternative-reference-rates-post-libor.html>;

PWC, *Farewell LIBOR - The transition to alternative reference rates for new and legacy contracts* (3 octobre 2018), en ligne : https://www.pwc.ch/en/publications/2018/Farewell-LIBOR_EN_web2.pdf;

Oliver Wyman, *Making the World's Most Important Number Less Important - Libor Transition* (juillet 2018), en ligne : https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2018/july/Oliver-Wyman-Making-The-Worlds-Most-Important-Number-Less-Important_vFINAL.pdf.

⁷ Accessible en ligne au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD391.pdf>.

⁸ Accessible en ligne au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.

Intervention réglementaire initiale au Canada

Initialement, après les controverses survenues en 2012 entourant les allégations d'inconduite dans l'établissement du LIBOR et l'instauration des Principes de l'OICV, nous avons déterminé qu'il ne nous était pas nécessaire de réglementer les indices de référence dans l'immédiat. Les autorités de réglementation du secteur financier au Canada ont préféré prendre d'autres mesures afin de réduire le risque, notamment :

- encourager les contributeurs du CDOR à élaborer un code de conduite volontaire traitant de certains enjeux de conflits d'intérêts pouvant entraîner la manipulation d'indices de référence fondés sur des sondages;
- amener RBSL à accepter de suivre certaines procédures afin de rehausser l'intégrité des taux CDOR et CORRA.

Règlement de l'UE sur les indices de référence

Le 30 juin 2016, est entré en vigueur le *Règlement concernant les indices utilisés comme indices de référence dans le cadre d'instruments et de contrats financiers ou pour mesurer la performance de fonds d'investissement* de l'Union européenne (UE) (le **Règlement de l'UE**)⁹. La plupart des dispositions du Règlement de l'UE sont entrées en vigueur le 1^{er} janvier 2018. Ce règlement instaure un cadre commun et une approche uniforme de réglementation des indices de référence dans toute l'UE. Il vise à favoriser la solidité et la fiabilité des indices de référence tout en réduisant au minimum les conflits d'intérêts pouvant compromettre leur processus d'établissement.

S'inscrivant dans le cadre de la réponse de l'UE au scandale du LIBOR, le Règlement de l'UE vise en particulier :

- à réduire le risque de manipulation des indices de référence en traitant les conflits d'intérêts, les contrôles de la gouvernance et l'exercice de l'appréciation discrétionnaire dans le processus d'établissement des indices de référence;
- à obliger les administrateurs de nombreux indices de référence utilisés dans l'UE à être agréés ou enregistrés auprès d'une autorité nationale et à mettre en œuvre des systèmes de gouvernance et d'autres contrôles afin d'assurer l'intégrité et la fiabilité des indices de référence qu'ils administrent.

Le Règlement de l'UE comporte des dispositions régissant les administrateurs, les contributeurs et les utilisateurs d'indice de référence.

Les entités surveillées en vertu de la législation européenne (comme les banques, entreprises d'investissement, entreprises d'assurance, organismes de placement collectif, caisses de retraite, gestionnaires de fonds et établissements de crédit à la consommation) seront soumises à des restrictions dans l'utilisation d'indices de référence (notamment lors de la négociation de contrats et d'instruments financiers qui s'appuient sur un indice de référence), sauf dans le cas des indices suivants :

⁹ Accessible en ligne au <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1011&from=EN>.

- les indices de référence produits par un administrateur de l'UE agréé ou enregistré conformément au Règlement de l'UE;
- les indices de référence produits par un administrateur situé à l'extérieur de l'UE, mais dont l'utilisation a été admise au sein de l'UE en vertu du régime applicable aux pays tiers prévu par le Règlement de l'UE (trois avenues possibles sont présentées ci-après).

Les restrictions s'appliquent aux indices de référence visés par le « régime applicable aux pays tiers » à partir du 1^{er} janvier 2022¹⁰. Autrement dit, un indice de référence produit à l'extérieur de l'UE ne peut être employé par une entité surveillée de l'UE après le 31 décembre 2021 que s'il remplit les conditions prévues par le Règlement de l'UE, et qu'il est par conséquent inscrit sur le registre des indices de référence de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)¹¹.

Une entité surveillée au sein de l'UE ne peut utiliser des indices produits par des administrateurs de pays tiers (comme ceux situés au Canada) que si ces derniers présentent une demande d'inscription à la liste des indices de référence de l'AEMF par l'un des trois moyens suivants :

- *reconnaissance* – un administrateur situé dans un pays tiers est reconnu par un État membre de l'UE conformément aux conditions établies dans le Règlement de l'UE; ce processus ne s'applique pas dans le cadre du règlement;
- *système d'aval* – un administrateur ou une entité surveillée située dans l'UE a un rôle clair et bien défini dans le cadre de contrôle ou de responsabilité d'un administrateur situé dans un pays tiers, et est en mesure de contrôler efficacement la fourniture d'un indice de référence; ce processus s'applique si l'administrateur ou l'entité surveillée présente une demande d'aval en vertu du Règlement de l'UE, mais il ne s'applique pas aux fins du règlement;
- *équivalence* – une décision d'équivalence a été adoptée par la Commission européenne, ainsi qu'il est décrit ci-après.

En vertu du Règlement de l'UE, l'AEMF pourra enregistrer un indice de référence fourni dans un pays tiers par un administrateur situé dans un pays tiers afin que son utilisation soit permise dans l'UE si les conditions suivantes sont remplies :

- la Commission européenne a adopté une décision d'équivalence à l'égard du pays tiers;
- l'administrateur est agréé ou enregistré, et soumis à une surveillance, dans le pays tiers;
- l'administrateur a notifié à l'AEMF qu'il consent à ce que les indices de référence qu'il fournit soient utilisés par des entités surveillées dans l'UE (et il doit également lui

¹⁰ Initialement, ces restrictions devaient s'appliquer à compter du 1^{er} janvier 2020. Toutefois, le 25 février 2019, les autorités de l'UE ont annoncé le report de cette date au 1^{er} janvier 2022.

¹¹ Le registre des indices de référence de l'AEMF est accessible en ligne au <https://www.esma.europa.eu/databases-library/registers-and-data>.

communiquer une liste des indices de référence pertinents et l'aviser de l'autorité compétente dans le pays tiers);

- les accords de coopération entre l'AEMF et les autorités compétentes de pays tiers sont opérationnels.

La Commission européenne pourra adopter une décision d'équivalence à l'égard de ce pays tiers si les administrateurs agréés ou enregistrés dans ce pays satisfont à des exigences contraignantes qui sont équivalentes à celles du Règlement de l'UE. Il est tenu compte, pour établir l'équivalence, de la conformité du cadre juridique et des pratiques de surveillance du pays tiers avec les Principes de l'OICV, le cas échéant.

La Commission européenne peut aussi adopter une décision d'équivalence s'il existe dans le pays tiers des exigences contraignantes relatives à certains administrateurs spécifiques ou à certains indices de références ou familles d'indices de référence spécifiques qui sont équivalentes à celles du Règlement de l'UE. Cette disposition apporte une certaine souplesse puisqu'elle permet à la Commission européenne de prendre des décisions d'équivalence à l'égard d'indices de référence produits dans un pays tiers dans le cas où ce pays ne réglemente de manière équivalente qu'une catégorie limitée d'indices de référence essentiels (appelés « d'importance critique » dans le Règlement de l'UE).

Agrément de RBSL

Le 12 juillet 2018, RBSL a publié un communiqué pour annoncer qu'il a reçu l'approbation de la Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni à titre d'administrateur d'indice de référence agréé en vertu du Règlement de l'UE. À ce titre, RBSL est autorisé à continuer d'administrer, de calculer et de publier des indices de référence conformes au Règlement de l'UE, et les utilisateurs de ces indices de référence peuvent continuer à les utiliser conformément à ce règlement. Pour en savoir davantage sur l'incidence que la sortie du Royaume-Uni de l'UE pourrait avoir sur l'agrément obtenu par RBSL auprès de la FCA, se reporter à la section « Équivalence avec l'UE » ci-après.

Objet

Nous avons élaboré le règlement afin d'établir un régime de réglementation des indices de référence qui soit équivalent à celui du Règlement de l'UE et de réduire les risques dans les marchés des capitaux du Canada, de manière à protéger les investisseurs et les autres participants au marché au Canada.

Comme indiqué précédemment, l'intention actuelle des ACVM est de désigner uniquement, en application du règlement :

- RBSL à titre d'administrateur;
- le CDOR et le CORRA en tant qu'indices de référence désignés de RBSL.

L'instruction générale vise à faciliter l'interprétation et l'application du règlement.

Équivalence avec l'UE

Il est souhaitable et important que l'UE reconnaisse le régime canadien de réglementation des indices de référence comme équivalent à celui établi en vertu du Règlement de l'UE, puisque cela permettrait aux participants institutionnels au marché de l'UE de continuer à utiliser les indices de référence désignés au Canada en vertu du règlement. Par exemple, un investisseur institutionnel de l'UE peut détenir des titres pour lesquels un indice canadien sert de référence.

Bien que les administrateurs situés au Canada puissent, conformément au Règlement de l'UE, demander directement à être enregistrés dans l'UE (et, comme mentionné précédemment, RBSL a, dans les faits, obtenu un tel agrément auprès de la FCA), la position des ACVM est la suivante :

- les autorités en valeurs mobilières du Canada ont une responsabilité souveraine et sont le mieux placées pour réglementer directement les indices de référence ayant un lien significatif avec le Canada, y compris les administrateurs, contributeurs et utilisateurs de tels indices;
- il serait prudent de mettre en œuvre un régime canadien avant, ou peu après, le délai fixé pour l'équivalence avec l'UE (soit le 1^{er} janvier 2022) dans l'hypothèse où, par exemple :
 - une autre entité, notamment une entité résidant au Canada, est choisie ultérieurement à titre d'administrateur d'indices de référence (comme les taux CDOR et CORRA) administrés par un administrateur enregistré dans l'UE (à l'instar de RBSL) et souhaiterait bénéficier d'un régime canadien reconnu comme équivalent à celui de l'UE;
 - un administrateur d'un pays tiers à l'UE qui administre un autre indice de référence canadien souhaiterait bénéficier d'un régime canadien reconnu comme équivalent à celui de l'UE.

En outre, dans l'éventualité où le Royaume-Uni quitterait l'UE, il apparaît que ce pays adopterait des modifications pour conserver la législation européenne sur les indices financiers de référence (c'est-à-dire le Règlement de l'UE) afin qu'il continue de s'y appliquer efficacement¹². En pareille éventualité, nous demanderions une décision d'équivalence au Royaume-Uni. Il est souhaitable et important que ce pays reconnaisse le régime canadien comme équivalent au sien puisque cela permettrait, par exemple, aux participants institutionnels au marché du Royaume-Uni de continuer à utiliser les indices de références désignés au Canada en vertu du règlement. Nous nous attendons à ce qu'une décision d'équivalence positive de l'UE entraîne la même décision positive au Royaume-Uni.

Réduction du risque et protection des investisseurs

Selon les ACVM, il est opportun pour les autorités en valeurs mobilières du Canada d'instaurer un régime réglementaire applicable aux indices de référence pour les raisons exposées ci-dessous.

¹² Voir par exemple HM Treasury, *Draft Benchmarks (Amendment and Transitional Provision) (EU Exit) Regulations 2019*, en ligne au <https://www.gov.uk/government/publications/draft-benchmarks-amendment-and-transitional-provision-eu-exit-regulations-2019>.

- Il est nécessaire de régler les taux CDOR et CORRA ainsi que leur administrateur (RBSL) parce que les utilisateurs et les autres participants au marché s'appuient largement sur ces indices. En particulier, pour le CDOR et le CORRA, les risques suivants devraient être réduits au minimum :
 - le risque d'interruption ou d'incertitude (si, par exemple, l'administrateur se retire ou se révèle inapproprié);
 - le risque d'inconduite liée aux indices de référence, notamment de manipulation de l'indice.

À défaut, et si l'une de ces situations devait se produire, la perte de confiance que subiraient les marchés des capitaux du Canada et les coûts que devraient assumer les marchés financiers du pays (y compris les investisseurs) seraient considérables¹³.

- Il est nécessaire de pouvoir encadrer les administrateurs et les contributeurs d'indice de référence en raison du risque que des inconduites liées aux indices de référence aient des conséquences négatives¹⁴ sur :
 - les investisseurs;
 - les participants au marché;
 - la réputation des marchés des capitaux du Canada et la confiance à leur égard.
- De nombreux facteurs ayant entraîné des inconduites en matière d'indices de référence dans d'autres territoires sont également présents au Canada (comme l'usage répandu consistant à utiliser un indice de référence pour établir le cours de titres non reliés sur lesquels des contributeurs peuvent effectuer des opérations, ou encore les activités de fixation de taux fondées sur une combinaison de données observables de marché et de jugement d'expert).
- Un tel régime viendrait clarifier, renforcer et préciser le fondement juridique sur lequel les autorités en valeurs mobilières du Canada pourraient s'appuyer pour prendre des mesures d'application de la loi et mener d'autres interventions réglementaires à l'encontre des administrateurs, contributeurs et utilisateurs d'indice de référence pour inconduite visant

¹³ En janvier 2018, neuf grandes banques, dont six Canadiennes, ont été accusées par un plaignant, dans le cadre d'une poursuite civile intentée aux États-Unis, de conspiration visant à truquer le CDOR dans le but d'accroître les gains tirés de la négociation de dérivés. La plainte, déposée par un fonds de pension du Colorado devant un tribunal du District de New York, accusait les banques d'avoir abaissé le CDOR entre août 2007 et juin 2014 en réduisant artificiellement les taux d'intérêt inscrits dans les sondages communiqués à RBSL, l'administrateur du CDOR. La cause n'a pas encore été entendue et les allégations du plaignant n'ont pas été prouvées en cour.

¹⁴ Voir par exemple les mesures coercitives prises au Royaume-Uni seulement : <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks/enforcement>.

un indice de référence qui a nui (ou menace de nuire) aux investisseurs, aux participants au marché et, généralement, aux marchés des capitaux.

- Ce régime assurerait la continuité des indices de référence essentiels désignés viables en obligeant les participants au marché à fournir de l'information s'y rapportant dont se servirait l'administrateur d'indice de référence désigné.

En outre, les ACVM estiment nécessaire de refléter dans la réglementation des indices de référence l'évolution internationale en la matière. L'OICV a publié les Principes de l'OICV, et les autorités d'autres territoires importants ont soit instauré une réglementation des indices de référence, soit adopté des mesures visant à encadrer les principaux indices ou leur méthodologie¹⁵.

Résumé du règlement

Indices de référence et administrateurs d'indice de référence désignés

En vertu de la législation en valeurs mobilières actuelle ou à venir¹⁶, un administrateur d'indice de référence peut demander sa désignation et celle d'un indice de référence. L'agent responsable peut aussi demander leur désignation en vertu de la législation en valeurs mobilières¹⁷.

L'instruction générale indique que, si un administrateur d'indice de référence souhaite demander sa désignation et celle d'un indice de référence, la demande devrait contenir les renseignements prévus à l'Annexe 25-102A1 et à l'Annexe 25-102A2. Il peut demander, ou encore l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières décider, qu'un indice reçoive une ou plusieurs des désignations additionnelles expliquées ci-dessous¹⁸.

- **Indice de référence essentiel** – Le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières peut recommander que ces derniers désignent un indice de référence en tant qu'« indice de référence essentiel » s'il est essentiel pour les marchés financiers au Canada ou dans une région du Canada. Pour ce faire, il tiendra notamment compte des facteurs suivants :

a) L'indice de référence est utilisé directement ou indirectement dans une combinaison d'indices comme référence pour des instruments ou des contrats financiers, ou pour mesurer le rendement de fonds d'investissement, ayant une valeur totalisant au moins 400 milliards de dollars au Canada, sur la base de l'ensemble des échéances ou des durées comprises dans l'indice de référence, le cas échéant;

¹⁵ Par exemple, outre l'UE, l'Australie, Hong Kong, Singapour et l'Afrique du Sud. Voir, pour de plus amples renseignements, Conseil de stabilité financière, *Reforming major interest rate benchmarks - Progress report* (14 novembre 2018), en ligne au <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141118-1.pdf>.

¹⁶ Pour en connaître davantage, voir la section « Modifications législatives récentes ou proposées ».

¹⁷ Sauf au Québec, où l'autorité en valeurs mobilières est habilitée à désigner un administrateur d'indice de référence ou un indice de référence de son propre chef.

¹⁸ L'instruction générale énonce l'interprétation de ce qui constitue un indice de référence essentiel, un taux d'intérêt de référence et un indice de référence fondé sur des données réglementées.

- b)* L'indice de référence remplit l'ensemble des critères suivants :
- i)* il est utilisé directement ou indirectement dans une combinaison d'indices de référence comme référence pour des instruments ou des contrats financiers, ou pour mesurer le rendement de fonds d'investissement, ayant une valeur totale substantielle dans un ou plusieurs territoires du Canada, sur la base de l'ensemble des échéances ou des durées comprises dans l'indice de référence, le cas échéant;
 - ii)* il n'existe pas ou il existe très peu d'indices de référence de substitution orientés par le marché qui soient appropriés;
 - iii)* le fait qu'il cesse d'être fourni ou qu'il soit fourni sur la base de données sous-jacentes ne suffisant plus à le rendre totalement représentatif du segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter, ou sur la base de données sous-jacentes non fiables, aurait des incidences défavorables substantielles sur ce qui suit :
 - A) l'intégrité du marché, la stabilité financière, l'économie réelle ou le financement d'entreprises dans un ou plusieurs territoires du Canada;
 - B) un nombre considérable de participants dans un ou plusieurs territoires du Canada.

Pour l'application du paragraphe *a* et du sous-paragraphe *i* du paragraphe *b*, le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières tiendra notamment compte de l'encours des titres de créance et de l'encours notionnel des dérivés pour lesquels l'indice de référence sert de référence, ainsi que de la valeur liquidative des fonds d'investissement qui renvoient à l'indice de référence pour mesurer leur rendement.

- **Taux d'intérêt de référence** – Le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières peut recommander que ces derniers désignent un indice de référence en tant que « taux d'intérêt de référence » s'il sert à fixer les taux d'intérêt de titres de créance ou sert par ailleurs de référence pour des dérivés ou d'autres instruments. Pour ce faire, il tiendra notamment compte des facteurs suivants :
 - a)* l'indice de référence est établi en fonction du taux auquel les institutions financières peuvent, sur le marché monétaire, prêter des fonds à d'autres institutions financières, ou à des participants au marché autres que des institutions financières, ou leur emprunter des fonds;
 - b)* l'indice de référence est fondé sur les réponses à un sondage sur les taux acheteurs fournis par des institutions financières qui acceptent couramment des acceptations bancaires émises par des emprunteurs et qui sont des teneurs de marché pour ce type d'instrument, soit directement, soit par l'entremise d'une entité du même groupe.

- **Indice de référence fondé sur des données réglementées** – Le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières peut recommander que ces derniers désignent un indice de référence en tant qu'« indice de référence fondé sur des données réglementées » s'il est établi par application d'une formule reposant sur les éléments suivants :
 - a) les données sous-jacentes fournies exclusivement et directement par :
 - i) les entités suivantes, mais seulement à l'égard des données de transaction se rapportant aux valeurs mobilières ou aux dérivés :
 - A) une bourse reconnue dans un territoire du Canada ou une bourse soumise à une réglementation appropriée à l'étranger;
 - B) un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu dans un territoire du Canada ou un système de cotation et de déclaration d'opérations soumis à une réglementation appropriée à l'étranger;
 - C) un système de négociation parallèle inscrit à titre de courtier dans un territoire du Canada et membre d'une entité d'autorégulation, ou un système de négociation parallèle soumis à une réglementation appropriée à l'étranger;
 - D) toute entité analogue à celles visées aux dispositions A à C et soumise à une réglementation appropriée dans un territoire du Canada ou à l'étranger;
 - ii) un fournisseur de services auquel l'administrateur d'indice de référence désigné a imparti la collecte de données conformément à l'article 14 du règlement, si ce fournisseur obtient les données exclusivement et directement d'une entité visée au sous-paragraphe *i*;
 - b) la valeur liquidative des fonds d'investissement qui sont émetteurs assujettis dans un territoire du Canada ou soumis à une réglementation appropriée à l'étranger.

Lorsqu'elle désignera un indice de référence, l'autorité en valeurs mobilières délivrera un document de décision en faisant foi. S'il y a lieu, ce document indiquera également si l'indice de référence est un indice de référence essentiel désigné, un taux d'intérêt de référence désigné ou un indice de référence fondé sur des données réglementées désigné. Il se peut qu'un indice de référence désigné obtienne deux désignations :

- un taux d'intérêt de référence désigné peut également être un indice de référence essentiel désigné;

- un indice de référence fondé sur des données réglementées désigné peut également être un indice de référence essentiel désigné.

Obligations générales des administrateurs

Une fois désigné, l'administrateur doit respecter plusieurs obligations, notamment :

- transmettre ses états financiers annuels audités et certains formulaires (notamment ceux prévus à l'Annexe 25-102A1, *Formulaire annuel de l'administrateur d'indice de référence désigné*, et à l'Annexe 25-102A2, *Formulaire annuel de l'indice de référence désigné*) aux autorités en valeurs mobilières du Canada (chapitre 2);
- maintenir un régime de gouvernance prévoyant un conseil d'administration (dont au moins la moitié des membres doivent être indépendant), un comité de surveillance et un dirigeant responsable de la conformité, chargés de remplir des fonctions définies au sein d'un cadre de responsabilité et de contrôle qui traite des conflits d'intérêts, des plaintes, du signalement des infractions et de l'impartition (chapitre 3);
- appliquer des politiques, des procédures et des contrôles relatifs aux données sous-jacentes et à leur fourniture, ainsi que satisfaire à des obligations visant la méthodologie d'établissement de l'indice de référence et les éventuelles modifications apportées à la méthodologie (chapitre 4);
- publier de l'information sur l'administration de ses indices de référence désignés, notamment les éléments suivants :
 - l'information importante sur la méthodologie;
 - les procédures applicables aux modifications significatives ou à la cessation d'un indice de référence désigné;
 - une déclaration relative à l'indice de référence (chapitre 5);
- si l'administrateur établit l'indice de référence désigné au moyen de données sous-jacentes qui proviennent de contributeurs, mais qui ne lui sont pas raisonnablement accessibles¹⁹, appliquer à ces contributeurs un code de conduite :
 - précisant les responsabilités de ces contributeurs à l'égard de la fourniture de données sous-jacentes aux fins de l'indice de référence désigné;
 - prévoyant des politiques et des procédures conçues pour vérifier que les contributeurs respectent le code de conduite (chapitre 6);

¹⁹ Comme les données sous-jacentes aux taux CORRA sont raisonnablement accessibles à RBSL en tant qu'administrateur de cet indice (elles sont accessibles sur abonnement ou à partir d'une source publique, par exemple) et ne sont pas créées dans le but précis d'établir le CORRA, les fournisseurs de ces sources de données ne sont pas des « contributeurs » pour l'application de certaines dispositions du Règlement de l'UE et du règlement concernant les données sous-jacentes.

- conserver des dossiers déterminés pendant une période de 7 ans (chapitre 7).

Obligations additionnelles des administrateurs d'indices de référence essentiels

Le règlement impose des obligations additionnelles à l'administrateur d'un indice de référence essentiel (chapitre 8), notamment :

- aviser les autorités en valeurs mobilières de la manière prescrite et remplir certaines autres obligations s'il a l'intention de cesser d'administrer l'indice;
- aviser les autorités en valeurs mobilières de la manière prescrite si un contributeur décide de cesser de fournir des données sous-jacentes se rapportant à l'indice, ainsi que leur présenter une évaluation de l'incidence de cette décision sur l'indice;
- assurer aux utilisateurs un accès équitable, raisonnable, transparent et non discriminatoire à l'indice;
- transmettre aux autorités en valeurs mobilières, au moins une fois tous les 24 mois, une évaluation de la capacité de l'indice à représenter de manière exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;
- veiller à ce qu'au moins la moitié des membres de son comité de surveillance soient indépendants;
- engager au moins une fois tous les 12 mois un expert-comptable afin de fournir un rapport d'assurance sur la conformité de la conduite de l'administrateur à certaines dispositions centrales du règlement et à la méthodologie de l'indice, et publier le rapport d'assurance.

Obligations additionnelles des administrateurs de taux d'intérêt de référence

De même, le règlement impose des obligations additionnelles à l'administrateur d'un taux d'intérêt de référence (chapitre 8), notamment :

- suivre un ordre de priorité déterminé dans l'utilisation des données sous-jacentes et ajuster les données dans des circonstances précises;
- veiller à ce qu'au moins la moitié des membres de son comité de surveillance soient indépendants;
- engager au moins une fois tous les 12 mois un expert-comptable afin de fournir un rapport d'assurance sur la conformité de la conduite de l'administrateur à certaines dispositions centrales du règlement et à la méthodologie du taux, et publier le rapport.

Obligations générales des contributeurs

Le règlement impose aussi des obligations aux contributeurs d'indice de référence désignés, notamment en matière de gouvernance et de contrôle, comme la nomination d'un dirigeant

responsable de la conformité et l'application de politiques et de procédures relativement à l'exactitude et à l'exhaustivité des données sous-jacentes fournies, aux conflits d'intérêts, ainsi qu'à l'exercice du jugement d'expert (et à la tenue de dossiers consignants les motifs de la décision de l'exercer) (chapitre 6).

Obligations additionnelles des contributeurs d'indices de référence essentiels

Le règlement impose des obligations additionnelles au contributeur d'un indice de référence essentiel désigné (chapitre 8), notamment :

- aviser l'administrateur de la manière prescrite s'il décide de cesser de fournir des données sous-jacentes à l'indice;
- si le comité de surveillance de l'administrateur l'exige, engager un expert-comptable afin de fournir un rapport d'assurance sur la conformité du contributeur à certaines dispositions centrales du règlement et à la méthodologie de l'indice, et transmettre un exemplaire du rapport d'assurance au comité de surveillance, au conseil d'administration de l'administrateur ainsi qu'à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières.

Obligations additionnelles des contributeurs de taux d'intérêt de référence

De même, le règlement impose des obligations additionnelles au contributeur d'un taux d'intérêt de référence (chapitre 8), notamment :

- engager un expert-comptable afin de fournir un rapport d'assurance sur la conformité du contributeur à certaines dispositions centrales du règlement et au code de conduite de l'administrateur, au moins une fois tous les 2 ans ou à la demande du comité de surveillance, et transmettre un exemplaire du rapport d'assurance au comité de surveillance, au conseil d'administration de l'administrateur ainsi qu'à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières;
- veiller à ce que chacune des personnes physiques contributrices et ses supérieurs hiérarchiques directs fournissent une déclaration écrite dans laquelle ils acceptent de se conformer au code de conduite établi par l'administrateur concerné;
- se doter de politiques, de procédures et de contrôles prévoyant divers éléments, notamment :
 - une vue d'ensemble des responsabilités au sein de l'organisation du contributeur, notamment la liste des personnes physiques contributrices, de leurs supérieurs hiérarchiques et de leurs suppléants;
 - des procédures d'approbation pour la fourniture de données sous-jacentes;
 - des procédures disciplinaires en cas de manipulation ou de tentative de manipulation du taux;

- des procédures de gestion des conflits d'intérêts et des contrôles permettant d'éviter toute influence extérieure inappropriée sur les personnes chargées de fournir des taux;
- l'obligation pour les personnes physiques contributrices de travailler dans des locaux séparés physiquement de ceux des négociateurs en dérivés sur taux d'intérêt;
- des règles visant à éviter la collusion;
- les obligations de conserver des dossiers détaillés sur des éléments précis, notamment tous les aspects pertinents de la fourniture de données sous-jacentes et les communications entre les personnes physiques contributrices et les autres personnes, y compris les négociateurs internes et externes.

Dispenses relatives aux indices de référence fondés sur des données réglementées

L'article 41 du règlement dispense les administrateurs et les contributeurs d'indices de référence fondés sur des données réglementées de l'application de plusieurs obligations prévues par le règlement, notamment :

- des obligations de l'administrateur concernant les systèmes et les contrôles de détection des manipulations ou des tentatives de manipulation;
- des obligations de l'administrateur concernant les politiques, les procédures et les contrôles entourant la fourniture de données sous-jacentes ainsi que l'exactitude et l'exhaustivité de ces données;
- l'obligation pour l'administrateur d'imposer un code de conduite aux contributeurs;
- des obligations du contributeur concernant la nomination d'un dirigeant responsable de la conformité et le maintien d'un cadre de gouvernance et de contrôle déterminé.

Obligations des personnes inscrites, des émetteurs assujettis et des entités reconnues

L'article 22 du règlement impose certaines obligations aux personnes inscrites, aux émetteurs assujettis et à certaines entités reconnues qui utilisent un indice de référence désigné dont la cessation pourrait avoir une incidence considérable sur eux ou sur un titre qu'ils ont émis ou un dérivé auquel ils sont parties. En pareil cas, ils doivent satisfaire aux obligations suivantes²⁰:

- établir et maintenir un plan écrit indiquant les mesures qu'ils prendraient en cas de modification significative de l'indice ou de cessation de sa fourniture, y compris une solution de substitution adéquate;

²⁰ Ces obligations ne sont pas exhaustives et s'ajoutent à celles qui peuvent s'appliquer à l'égard de l'utilisation d'un indice de référence (qu'il s'agisse d'un « indice de référence désigné » au sens du règlement ou non) en vertu de la législation en valeurs mobilières ou en dérivés, comme celle prévoyant que la société inscrite doit établir, maintenir et appliquer « des politiques et des procédures instaurant un système de contrôles et de supervision capable de (...) gérer les risques liés à son activité conformément aux pratiques commerciales prudentes », selon le paragraphe *b* de l'article 11.1 du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites*.

- s'il y a lieu, prendre en compte ces plans écrits dans tout titre qu'il émet ou tout dérivé dont il est partie et pour lequel l'indice sert de référence.

Résumé de l'instruction générale

L'instruction générale donne des indications sur l'interprétation de certaines dispositions du règlement et précise notamment les critères sur lesquels les autorités en valeurs mobilières pourraient déterminer si un indice de référence doit être désigné en tant qu'indice de référence essentiel, que taux d'intérêt de référence ou qu'indice de référence fondé sur des données réglementées.

Modifications législatives récentes ou proposées

Afin de mettre en œuvre le règlement et de permettre que le régime réglementaire canadien soit reconnu comme équivalent à celui de l'UE (et potentiellement du Royaume-Uni), le personnel de chaque autorité membre des ACVM a recommandé que des modifications soient apportées à la législation en valeurs mobilières locale, notamment :

- l'attribution de pouvoirs supplémentaires de réglementation des indices de référence et des administrateurs d'indice de référence, contributeurs d'indice de référence et utilisateurs d'indice de référence (y compris le pouvoir de désigner des indices de référence et des administrateurs d'indice de référence);
- l'interdiction de tout abus de marché à l'égard des indices de référence, en particulier celle de fournir de l'information fausse ou trompeuse relativement à l'établissement d'un indice de référence et celle de manipuler un indice de référence.

À ce jour, des modifications de la législation en valeurs mobilières relativement aux indices de référence sont en vigueur ou ont reçu la sanction royale en Alberta, en Ontario, au Québec et en Nouvelle-Écosse. D'autres autorités membres des ACVM recommandent à leur gouvernement d'instaurer les mêmes modifications.

Coûts et avantages prévus du règlement

Actuellement, les ACVM entendent désigner, en vertu du règlement, uniquement RBSL à titre d'administrateur et les taux CDOR et CORRA en tant qu'indices de référence. Comme les dispositions du règlement sont essentiellement semblables à celles du Règlement de l'UE qui s'appliquent déjà à RBSL et aux contributeurs actuels du CDOR, nous sommes d'avis que le règlement ne devrait pas accroître de façon considérable le fardeau réglementaire imposé à RBSL, aux contributeurs actuels du CDOR et à certains utilisateurs du CDOR et du CORRA qui sont déjà assujettis à la législation en valeurs mobilières au Canada.

Le règlement comporte cependant de nombreux avantages escomptés pour les administrateurs, contributeurs et utilisateurs d'indice de référence ainsi que pour les investisseurs, les participants au marché et les marchés des capitaux du Canada. Il permettrait de diminuer considérablement les

risques de manipulation, d'interruption et d'incertitude²¹ inhérents à l'utilisation du CDOR et du CORRA, qui sont les taux d'intérêt de référence les plus importants au Canada. Les obligations réglementaires proposées devraient renforcer la confiance dans les marchés des capitaux au Canada et réduire au minimum les coûts élevés que les marchés financiers canadiens, dont les investisseurs, pourraient avoir à assumer en cas d'interruption, d'incertitude ou de manipulation d'indices de référence désignés. Par exemple, même si le règlement ne permettait d'éviter qu'une petite erreur, distorsion ou manipulation du CDOR et du CORRA, il aurait directement permis d'éviter une erreur, distorsion ou manipulation touchant des instruments financiers d'une valeur d'au moins 12,3 billions de dollars.

Par conséquent, les ACVM sont d'avis que les coûts réglementaires associés au règlement sont proportionnels aux avantages qui en découleraient pour les participants au marché visés et l'ensemble des marchés financiers du Canada.

En Ontario, une annexe au présent avis décrit en détail les coûts et avantages du règlement prévus par la CVMO.

Modèles envisagés de désignation et de surveillance réglementaire continue des indices de référence et des administrateurs d'indice de référence

Nous envisageons les quatre options suivantes, s'agissant de mettre en œuvre la désignation et la réglementation des indices de référence et des administrateurs d'indice de référence et d'en assurer la surveillance réglementaire continue :

- Modèle d'examen non coordonné : Chaque autorité membre des ACVM traiterait séparément les demandes de désignation dans son territoire sans se coordonner avec d'autres membres des ACVM.
- Modèle d'examen coordonné : Les ACVM traiteraient les demandes de désignation selon un processus analogue à l'« examen coordonné » exposé dans l'*Instruction générale 11-203 relative au traitement des demandes de dispense dans plusieurs territoires*.
- Modèle de passeport : Les ACVM ajouteraient la désignation des indices de référence et celle des administrateurs d'indice de référence au régime de passeport selon des modalités analogues aux suivantes :
 - celles de la partie 4B (Demande pour devenir agence de notation désignée) du *Règlement 11-102 sur le régime de passeport*;
 - celles de l'*Instruction générale 11-205 relative au traitement des demandes de désignation des agences de notation dans plusieurs territoires*.
- Modèle réglementaire semblable à celui des bourses, organismes d'autorégulation, chambres de compensation, référentiels centraux et fournisseurs de services d'appariement : Les ACVM adopteraient une démarche réglementaire semblable à celle retenue pour les bourses, organismes d'autorégulation, chambres de compensation, référentiels centraux et fournisseurs de services d'appariement. Diverses approches

²¹ Il y a incertitude, par exemple, lorsqu'un administrateur d'indice de référence démissionne ou n'est plus apte à exercer ses fonctions à ce titre ou lorsque des contributeurs cessent de contribuer à un indice.

(autorité principale, autorité responsable, autorité coresponsable, par exemple) pourraient être établies dans un protocole d'entente conclu par les autorités membres des ACVM.

Les ACVM envisagent aussi une mise en œuvre en deux étapes, en commençant par le modèle d'examen non coordonné à titre d'essai. Puis, en fonction de l'expérience des membres des ACVM dans le traitement des désignations et la fréquence de ces désignations, les ACVM pourraient évaluer le modèle qu'il serait le plus approprié d'instaurer en permanence.

Points d'intérêt local

Le cas échéant, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières locale sont publiés en annexe au présent avis.

Documents non publiés

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

Modifications à venir concernant les indices de référence de marchandises

Nous prévoyons proposer de réviser le règlement afin d'y intégrer des obligations concernant les indices de référence de marchandises plus tard en 2019. Ces modifications devraient inclure une définition de l'expression « indice de référence de marchandises », de même que préciser si les dispositions déjà prévues par le règlement s'appliqueraient à de tels indices (ou à leurs administrateurs et contributeurs et à certains de leurs utilisateurs) et si des obligations additionnelles ou différentes seraient appropriées.

Ces projets de modification feraient l'objet d'une consultation distincte.

Consultation

Nous invitons les intéressés à commenter les projets de textes et à répondre aux questions contenues dans l'Annexe A du présent avis.

Les intéressés sont invités à présenter des commentaires écrits au plus tard le 12 juin 2019. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également les fournir dans un fichier électronique (format Microsoft Word).

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Tous les commentaires seront affichés sur le site Web de l'Alberta Securities Commission au www.albertasecurities.com, sur celui de l'Autorité des marchés financiers au www.lautorite.qc.ca et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au www.osc.gov.ca. Par conséquent, nous invitons les intervenants à ne pas inclure de renseignements personnels directement dans les commentaires à publier. Il importe de préciser en quel nom le mémoire est présenté.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Autorité des marchés financiers
 Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
 Nova Scotia Securities Commission
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut

Veuillez **n'**envoyer vos commentaires **qu'**aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM participants :

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire générale
 Autorité des marchés financiers
 800, rue du Square-Victoria, 4^e étage
 C.P. 246, Place Victoria
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Télécopieur : 514 864-6381
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West, 22nd Floor
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : 416 593-2318
comment@osc.gov.on.ca

Contenu des annexes

Le présent avis comprend l'annexe suivante :

Annexe A Questions des ACVM relatives aux projets de textes

Questions

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

Serge Boisvert
 Analyste en réglementation
 Autorité des marchés financiers
 514 395-0337, poste 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
 Analyste en produits dérivés
 Autorité des marchés financiers
 514 395-0337, poste 4323
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Michael Bennett
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 593-8079
mbennett@osc.gov.on.ca

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

Jag Brar
Derivatives Market Specialist
British Columbia Securities Commission
604 899-6839
jbrar@bcsc.bc.ca

Navdeep Gill
Manager, Legal, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403 355-9043
navdeep.gill@asc.ca

Jeff Scanlon
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416 597-7239
jscanlon@osc.gov.on.ca

ANNEXE A

QUESTIONS DES ACVM RELATIVES AUX PROJETS DE TEXTES

Définitions et interprétation

1. Est-ce que le projet de définition de l'expression « personne physique contributrice » englobe (ou n'englobe pas) tous les modes de fonctionnement existant entre les personnes physiques contributrices et les administrateurs? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.
2. Le projet d'interprétation de l'expression « contrôle » est-il approprié? Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.

Gouvernance

3. L'obligation selon laquelle le conseil d'administration d'un administrateur doit comprendre au moins 3 membres, parmi lesquels au moins la moitié sont indépendants, est-elle appropriée? Dans la négative, veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.
4. Concernant l'évaluation de l'indépendance des membres du conseil d'administration et du comité de surveillance par le conseil d'administration de l'administrateur, ainsi qu'il est prévu au sous-paragraphe *d* du paragraphe 4 de l'article 5, au sous-paragraphe *d* du paragraphe 2 de l'article 32 et au sous-paragraphe *d* du paragraphe 2 de l'article 36 du règlement, ces dispositions prévoient que, si un membre du conseil d'administration ou du comité de surveillance entretient avec l'administrateur une relation *dont le conseil d'administration peut raisonnablement penser* qu'elle risque d'entraver le jugement indépendant du membre, celui-ci ne serait pas indépendant au sens du règlement. Nous souhaitons savoir si nous devrions remplacer, dans ces dispositions, l'opinion du conseil d'administration par celui de la « personne raisonnable ». Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.

Dirigeant responsable de la conformité de l'administrateur

5. Le dirigeant responsable de la conformité de l'administrateur devrait-il également surveiller la conformité de l'administrateur à sa propre méthodologie d'établissement de l'indice de référence? Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.
6. Le dirigeant responsable de la conformité de l'administrateur devrait-il s'abstenir de participer à l'établissement des niveaux de rémunération des membres de l'AIRD (au sens du règlement), sauf ceux relevant directement de lui? Par exemple, existe-t-il des cas où la participation de celui-ci à l'établissement de la rémunération est appropriée ou souhaitable, notamment pour réduire les conflits d'intérêts? Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.

Indices de référence essentiels

7. En vertu du règlement, seul l'administrateur d'un indice de référence essentiel désigné doit prendre des mesures raisonnables pour que les droits d'accès et l'information relatifs à un indice de référence essentiel désigné soient fournis à tous les utilisateurs d'indice de référence de manière équitable, raisonnable, transparente et non discriminatoire. Selon vous, faudrait-il accorder de tels droits à tous les utilisateurs d'indice de référence et pour tous les indices de référence désignés? Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.
8. L'article 31 oblige le contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence essentiel désigné à aviser l'administrateur d'indice de référence concerné de sa décision de cesser de fournir les données sous-jacentes à cet indice. Le règlement devrait-il prévoir l'obligation pour le contributeur d'indice de référence de continuer à fournir des données pendant une période donnée afin de permettre à l'administrateur d'indice de référence et aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer l'incidence de sa décision.

Conflits d'intérêts

9. L'obligation prévue au paragraphe 3 de l'article 11 du règlement est-elle appropriée, en ce qui a trait, en particulier, au *risque* de conflit d'intérêts significatif? Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.

Indices de référence désignés

10. L'avis indique que les ACVM entendent actuellement désigner uniquement RBSL à titre d'administrateur et les taux CDOR et CORRA à titre d'indices de référence de RBSL. Existe-t-il d'autres administrateurs d'indice de référence qui, selon vous, devraient être désignés en vertu du règlement? Dans l'affirmative, veuillez :
 - a) nommer l'administrateur d'indice de référence;
 - b) nommer tout indice de référence qu'il administre et qui devrait aussi être désigné;
 - c) fournir les raisons pour lesquelles il y a lieu de les désigner.
11. Si votre organisation est un administrateur d'indice de référence, veuillez indiquer :
 - a) si vous comptez faire une demande de désignation en vertu du règlement;
 - b) tout indice de référence pour lequel vous comptez aussi faire une demande de désignation en vertu du règlement;
 - c) les motifs justifiant votre intention.

Coûts et avantages prévus

12. L'avis indique les coûts et avantages prévus du règlement (en Ontario, de l'information supplémentaire figure dans une annexe locale). Selon vous, les coûts et avantages du règlement ont-ils été relevés correctement, et existe-t-il d'autres coûts et avantages notables qui n'ont pas été relevés dans le cadre de l'analyse? Veuillez motiver votre réponse en l'étayant d'exemples concrets.

RÈGLEMENT 25-102 SUR LES INDICES DE RÉFÉRENCE ET LES ADMINISTRATEURS D'INDICE DE RÉFÉRENCE DÉSIGNÉS

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 9.2.1°, 9.3°, 9.5° et 9.6°, et a. 331.2)

L'encadré inséré dans le présent règlement après le paragraphe 5 de l'article 1 renvoie à des expressions définies dans la législation en valeurs mobilières. Cet encadré ne fait pas partie du présent règlement.

CHAPITRE 1 DÉFINITIONS ET INTERPRÉTATION

Définitions et interprétation

1. 1) Dans le présent règlement, on entend par :

« administrateur d'indice de référence désigné » : un administrateur d'indice de référence qui est désigné par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières;

« conseil d'administration » : dans le cas de la personne qui n'a pas de conseil d'administration, un groupe qui exerce pour elle des fonctions similaires;

« déclaration de la direction » : selon le cas, une déclaration de la direction de l'administrateur d'indice de référence désigné ou du contributeur d'indice de référence;

« données de transaction » : les données relatives à un prix, à un taux, à un indice ou à une valeur représentant des transactions entre des contreparties non membres du même groupe dans un marché actif soumis aux forces concurrentielles de l'offre et de la demande;

« données sous-jacentes » : les données relatives à la valeur ou au prix d'un ou de plusieurs actifs ou éléments sous-jacents qu'utilise l'administrateur d'indice de référence désigné pour établir un indice de référence désigné;

« indice de référence désigné » : un indice de référence qui est désigné par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières;

« indice de référence essentiel désigné » : un indice de référence qui est désigné en tant qu'« indice de référence essentiel » par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières;

« indice de référence fondé sur des données réglementées désigné » : un indice de référence qui est désigné en tant qu'« indice de référence fondé sur des données réglementées » par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières;

« jugement d'expert » : l'appréciation discrétionnaire exercée par les personnes suivantes :

a) l'administrateur d'indice de référence désigné à l'égard de l'utilisation de données sous-jacentes dans l'établissement d'un indice de référence;

b) un contributeur d'indice de référence à l'égard de la fourniture de données sous-jacentes;

« membre de l'AIRD » : les personnes physiques suivantes :

- a) un administrateur, un dirigeant ou un salarié de l'administrateur d'indice de référence désigné;
- b) un mandataire qui fournit directement des services à l'administrateur d'indice de référence désigné;

« méthodologie » : tout document précisant le moyen par lequel l'administrateur d'indice de référence désigné établit un indice de référence désigné;

« NCMC 3000 » : la Norme canadienne de missions de certification 3000, *Missions d'attestation autres que les audits ou examens d'informations financières historiques*, et ses modifications;

« NCMC 3001 » : la Norme canadienne de missions de certification 3001, *Missions d'appréciation directe*, et ses modifications;

« NCMC 3530 » : la Norme canadienne de missions de certification 3530, *Missions d'attestation visant la délivrance d'un rapport sur la conformité*, et ses modifications;

« NCMC 3531 » : la Norme canadienne de missions de certification 3531, *Missions d'appréciation directe visant la délivrance d'un rapport sur la conformité*, et ses modifications;

« obligations déterminées » : selon le cas, les obligations prévues aux dispositions suivantes :

- a) les dispositions *i* et *ii* du sous-paragraphe *g* du paragraphe 2 de l'article 24;
- b) les sous-paragraphe *a* à *c* du paragraphe 1 de l'article 33;
- c) les sous-paragraphe *a* à *c* du paragraphe 1 de l'article 34;
- d) les sous-paragraphe *a* et *b* du paragraphe 1 de l'article 37;
- e) les sous-paragraphe *a* et *b* du paragraphe 1 de l'article 38;
- f) les sous-paragraphe *a* à *c* du paragraphe 1 de l'article 39;

« personne physique contributrice » : une personne physique qui fournit des données sous-jacentes pour un contributeur d'indice de référence;

« rapport d'assurance limitée sur la conformité » : l'un des rapports suivants :

- a) le rapport d'assurance limitée d'un expert-comptable portant sur la déclaration de la direction selon laquelle une personne a respecté les obligations déterminées, préparé conformément à la NCMC 3000 et à la NCMC 3530;
- b) le rapport d'assurance limitée d'un expert-comptable portant sur la conformité d'une personne aux obligations déterminées, préparé conformément à la NCMC 3001 et à la NCMC 3531;

« rapport d'assurance raisonnable sur la conformité » : l'un des rapports suivants :

- a) le rapport d'assurance raisonnable d'un expert-comptable portant sur la déclaration de la direction selon laquelle une personne a respecté les obligations déterminées, préparé conformément à la NCMC 3000 et à la NCMC 3530;

b) le rapport d'assurance raisonnable d'un expert-comptable portant sur la conformité d'une personne aux obligations déterminées, préparé conformément à la NCMC 3001 et à la NCMC 3531;

« responsable de l'indice de référence » : tout membre de l'AIRD qui participe à la fourniture d'un indice de référence désigné ou qui en surveille la fourniture;

« taux d'intérêt de référence désigné » : un indice de référence qui est désigné en tant que « taux d'intérêt de référence » par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières.

2) Les expressions définies dans le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1, r. 5) et utilisées dans le présent règlement ont le sens qui leur est attribué dans ce règlement.

3) Pour l'application du présent règlement :

a) les données sous-jacentes sont considérées comme fournies lorsque les conditions suivantes sont réunies :

i) elles ne sont pas raisonnablement accessibles aux personnes suivantes :

A) l'administrateur d'indice de référence désigné;

B) une autre personne en vue de les fournir à cet administrateur;

ii) elles sont transmises à l'administrateur d'indice de référence désigné ou à l'autre personne visée à la sous-disposition B de la disposition *i* afin d'établir un indice de référence;

b) la fourniture d'un indice de référence désigné est considérée comme effectuée par les moyens suivants :

i) l'administration des dispositifs d'établissement de l'indice;

ii) la collecte, l'analyse ou le traitement des données sous-jacentes en vue d'établir l'indice;

iii) l'établissement de l'indice par application d'une formule ou d'une autre méthode de calcul, ou par évaluation des données sous-jacentes.

4) Les définitions prévues à l'Annexe A s'appliquent au présent règlement.

5) Le paragraphe 4 ne s'applique pas dans ●.

Remarque : Dans ● [Remarque : Dans la version définitive du règlement, nous comptons insérer la liste des territoires ayant inclus les expressions définies à l'Annexe A dans leur législation en valeurs mobilières], les expressions figurant à l'Annexe A sont définies dans la législation en valeurs mobilières.

6) Dans le présent règlement, une personne est considérée comme une entité du même groupe qu'une autre personne dans les cas suivants:

a) l'une est la filiale de l'autre;

b) chacune est contrôlée par la même personne.

7) Pour l'application du sous-paragraphe *b* du paragraphe 6, une personne est considérée comme exerçant le contrôle d'une autre personne dans les cas suivants :

- a) à moins qu'elle ne détienne les titres qu'en garantie d'une obligation, elle a, directement ou indirectement, la propriété véritable de titres de cette autre personne, ou exerce, directement ou indirectement, une emprise sur de tels titres, lui assurant un nombre de votes suffisant pour élire la majorité des administrateurs de celle-ci;
- b) dans le cas d'une société de personnes autre qu'une société en commandite, elle détient plus de 50% des parts sociales;
- c) dans le cas d'une société en commandite, elle est le commandité.

CHAPITRE 2 TRANSMISSION D'INFORMATION

Information sur l'administrateur d'indice de référence désigné

2. 1) Dans le présent article, les expressions suivantes ont le sens qui leur est attribué à l'article 1.1 du Règlement 52-107 sur les principes comptables et normes d'audit acceptables (chapitre V-1.1, r. 25) :

- a) « principes comptables »;
- b) « normes d'audit »;
- c) « PCGR américains »;
- d) « NAGR américaines du PCAOB ».

2) Dans le présent article, l'expression « société mère » s'entend de l'émetteur dont l'administrateur d'indice de référence désigné est une filiale.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné transmet à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières les éléments suivants :

a) l'information qui, selon une personne raisonnable, décrit intégralement son organisation et sa structure ainsi que sa méthode d'administration des indices de référence, notamment les politiques et les procédures qu'il a élaborées conformément au présent règlement, ses conflits d'intérêts, ses fournisseurs de services impartis visés à l'article 14, ses responsables de l'indice de référence, le dirigeant visé à l'article 7 et ses produits des activités ordinaires;

b) les états financiers annuels de son dernier exercice qui contiennent les éléments suivants :

i) l'état du résultat global, l'état des variations des capitaux propres et le tableau des flux de trésorerie des périodes suivantes :

- A) son dernier exercice;
- B) l'exercice précédant son dernier exercice, le cas échéant;

ii) l'état de la situation financière à la fin de chacune des périodes comptables visées à la disposition i);

iii) les notes des états financiers annuels.

4) Pour l'application du sous-paragraphe b du paragraphe 3, l'administrateur d'indice de référence désigné qui est une filiale d'une société mère peut plutôt transmettre les états financiers annuels consolidés du dernier exercice de la société mère qui contiennent les éléments suivants :

a) l'état du résultat global, l'état des variations des capitaux propres et le tableau des flux de trésorerie des périodes suivantes :

- i)* son dernier exercice;
 - ii)* l'exercice précédant son dernier exercice, le cas échéant;
 - b)* l'état de la situation financière à la fin de chacune des périodes comptables visées au sous-paragraphe *a*;
 - c)* les notes des états financiers annuels.
- 5) Les états financiers annuels visés au sous-paragraphe *b* du paragraphe 3 et au paragraphe 4 sont audités.
- 6) Les notes des états financiers annuels visés au sous-paragraphe *b* du paragraphe 3 et au paragraphe 4 indiquent les principes comptables utilisés pour l'établissement de ces états financiers.
- 7) Les états financiers annuels visés au sous-paragraphe *b* du paragraphe 3 et au paragraphe 4 remplissent les conditions suivantes :
- a)* ils sont établis conformément à l'un des ensembles de principes comptables suivants :
 - i)* les PCGR canadiens applicables aux entreprises ayant une obligation d'information du public;
 - ii)* les PCGR canadiens applicables aux entreprises à capital fermé lorsque les conditions suivantes sont réunies :
 - A) les états financiers consolident les filiales et comptabilisent les entreprises détenues soumises à une influence notable et les coentreprises selon la méthode de la mise en équivalence;
 - B) l'administrateur d'indice de référence désigné ou la société mère, selon le cas, est une « entreprise privée » au sens du Manuel de l'ICCA;
 - iii)* les IFRS;
 - iv)* les PCGR américains;
 - b)* ils sont audités conformément à l'un des ensembles de normes d'audit suivants :
 - i)* les NAGR canadiennes;
 - ii)* les Normes internationales d'audit;
 - iii)* les NAGR américaines du PCAOB;
 - c)* ils sont accompagnés d'un rapport d'audit qui remplit les conditions suivantes :
 - i)* si la disposition *i* ou *ii* du sous-paragraphe *b* s'applique, il exprime une opinion non modifiée;
 - ii)* si la disposition *iii* du sous-paragraphe *b* s'applique, il exprime une opinion sans réserve;
 - iii)* il indique les normes d'audit appliquées pour l'exécution de l'audit.

8) L'information visée au paragraphe 3 est fournie conformément à l'Annexe 25-102A1 et pour les périodes qui y sont prévues, dans les délais suivants :

a) initialement, dans les 30 jours suivant la désignation, si ce n'est déjà fait;

b) par la suite, au plus tard 90 jours après la fin de chaque exercice de l'administrateur d'indice de référence désigné.

9) Lorsque l'information que l'administrateur d'indice de référence désigné a transmise conformément au sous-paragraphe a du paragraphe 3 devient inexacte de façon substantielle, il transmet rapidement une version modifiée du formulaire prévu à l'Annexe 25-102A1, dûment rempli et à jour.

Information sur l'indice de référence désigné

3. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné transmet, pour chaque indice de référence désigné qu'il administre, les éléments suivants à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières :

a) l'information sur la fourniture et la diffusion de l'indice de référence désigné, notamment son modèle de diffusion, ses procédures et ses méthodologies;

b) tout code de conduite des contributeurs d'indice de référence concernés.

2) L'information visée au paragraphe 1 est fournie conformément à l'Annexe 25-102A2 et pour les périodes qui y sont prévues, dans les délais suivants :

a) initialement, dans les 30 jours suivant la désignation, si ce n'est déjà fait;

b) par la suite, au plus tard 90 jours après la fin de chaque exercice de l'administrateur d'indice de référence désigné.

3) Lorsque l'information figurant dans le formulaire prévu à l'Annexe 25-102A2 que l'administrateur d'indice de référence désigné a transmis à l'égard d'un indice de référence désigné qu'il administre devient inexacte de façon substantielle, il transmet rapidement une version modifiée de ce formulaire, dûment rempli et à jour.

Acceptation de compétence et désignation d'un mandataire aux fins de signification

4. 1) L'administrateur d'indice de référence qui est constitué ou établi en vertu des lois d'un territoire étranger ou qui n'a pas d'établissement au Canada accepte la compétence non exclusive des tribunaux des territoires concernés du Canada et désigne un mandataire aux fins de signification au Canada.

2) Si ce n'est déjà fait, l'acte d'acceptation de compétence et de désignation d'un mandataire aux fins de signification visé au paragraphe 1 est établi conformément à l'Annexe 25-102A3 et transmis dans les 30 jours suivant la désignation.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné transmet une version modifiée et à jour du formulaire prévu à l'Annexe 25-102A3 au moins 30 jours avant la première des dates suivantes :

a) la date d'expiration du formulaire;

b) la date de prise d'effet de tout changement qui y est apporté.

4) Le paragraphe 3 s'applique jusqu'à la date tombant 6 ans après celle à laquelle l'administrateur d'indice de référence désigné cesse d'être désigné dans le territoire.

CHAPITRE 3 GOUVERNANCE

Conseil d'administration

5. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné ne peut diffuser de l'information relative à un indice de référence désigné que s'il a un conseil d'administration.
- 2) Pour l'application du paragraphe 1, le conseil d'administration se compose d'au moins 3 membres.
- 3) Pour l'application du paragraphe 1, au moins la moitié des membres du conseil d'administration sont indépendants de l'administrateur d'indice de référence désigné et de toute entité du même groupe que lui.
- 4) Pour l'application du paragraphe 3, un membre du conseil d'administration n'est pas indépendant dans les cas suivants :
- a) sauf pour sa rémunération à titre de membre du conseil d'administration ou d'un comité de celui-ci, il accepte de l'administrateur d'indice de référence désigné ou d'une entité du même groupe que lui des honoraires à titre de consultant, de conseiller ou une autre forme d'honoraires;
 - b) il est un membre de l'AIRD ou un salarié ou un mandataire d'une entité du même groupe que l'administrateur d'indice de référence désigné;
 - c) il a siégé au conseil d'administration plus de 5 ans au total;
 - d) il entretient avec l'administrateur d'indice de référence désigné une relation dont le conseil d'administration peut raisonnablement penser qu'elle risque d'entraver l'exercice de son jugement indépendant à titre d'administrateur.
- 5) Pour l'application du sous-paragraphe *d* du paragraphe 4, le conseil d'administration n'est pas tenu de conclure que le membre n'est pas indépendant du seul fait que celui-ci est ou était un utilisateur d'indice de référence d'un indice de référence désigné administré par l'administrateur d'indice de référence désigné.

Cadre de responsabilité

6. 1) Dans le présent article, l'expression « cadre de responsabilité » s'entend des politiques et des procédures visées au paragraphe 2.
- 2) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour remplir les fonctions suivantes :
- a) assurer et prouver sa conformité au présent règlement;
 - b) assurer et prouver son respect de la méthodologie à l'égard de chaque indice de référence désigné qu'il administre.
- 3) Le cadre de responsabilité précise la manière dont l'administrateur d'indice de référence désigné respecte les éléments suivants :
- a) les obligations de tenue de dossiers prévues par le présent règlement;
 - b) les obligations prévues par le présent règlement relativement aux examens et aux audits internes, ainsi qu'aux rapports d'assurance limitée sur la conformité et aux rapports d'assurance raisonnable sur la conformité établis par un expert-comptable;
 - c) les procédures de traitement des plaintes prévues par le présent règlement.

Dirigeant responsable de la conformité

7. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné nomme un dirigeant chargé de surveiller et d'évaluer la conformité de la conduite de l'administrateur et des membres de l'AIRD à la législation en valeurs mobilières relativement aux indices de référence.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné ne peut empêcher le dirigeant visé au paragraphe 1 d'avoir directement accès à son conseil d'administration ou à un administrateur.

3) Le dirigeant visé au paragraphe 1 a les obligations suivantes :

a) surveiller et évaluer la conformité de l'administrateur d'indice de référence désigné et des membres de l'AIRD au cadre de responsabilité visé à l'article 6, au cadre de contrôle visé à l'article 9, aux politiques et aux procédures applicables aux indices de référence, ainsi qu'aux dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence;

b) au moins tous les 12 mois, faire rapport au conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné sur les éléments suivants :

i) ses activités visées au sous-paragraphe *a*;

ii) la conformité de l'administrateur d'indice de référence désigné et des membres de l'AIRD aux dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence;

iii) le respect, par l'administrateur d'indice de référence désigné, de la méthodologie applicable à chaque indice de référence désigné qu'il administre;

c) porter dès que raisonnablement possible à la connaissance du conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné toute situation indiquant que l'administrateur ou les membres de l'AIRD peuvent avoir commis un manquement aux dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence qui présente l'une des caractéristiques suivantes :

i) on peut raisonnablement penser qu'il comporte un risque significatif de perte financière pour un utilisateur d'indice de référence ou toute autre personne;

ii) on peut raisonnablement penser qu'il comporte un risque de préjudice significatif à l'intégrité des marchés des capitaux;

iii) de l'avis d'une personne raisonnable, il s'agit d'un manquement récurrent.

4) Le dirigeant visé au paragraphe 1 ne participe pas aux activités suivantes :

a) la fourniture de l'indice de référence désigné, y compris les éléments suivants :

i) l'administration des dispositifs d'établissement de l'indice;

ii) la collecte, l'analyse ou le traitement des données sous-jacentes en vue d'établir l'indice;

iii) l'établissement de l'indice par application d'une formule ou d'une autre méthode de calcul, ou par évaluation des données sous-jacentes;

b) l'établissement des niveaux de rémunération des membres de l'AIRD, sauf ceux relevant directement de lui.

- 5) Le dirigeant visé au paragraphe 1 atteste que le rapport transmis en vertu du sous-paragraphe *b* du paragraphe 3 est exact et complet.
- 6) L'administrateur d'indice de référence désigné ne verse pas au dirigeant visé au paragraphe 1, ni à aucun membre de l'AIRD relevant directement de ce dernier, de paiement ni d'incitatif financier lié aux éléments suivants :
- a)* la performance financière de l'administrateur d'indice de référence désigné ou d'une entité du même groupe que lui;
- b)* la performance financière d'un indice de référence désigné que l'administrateur d'indice de référence désigné administre.
- 7) L'administrateur d'indice de référence désigné ne verse pas au dirigeant visé au paragraphe 1, ni à aucun membre de l'AIRD relevant directement de ce dernier, d'incitatif financier qui, de l'avis d'une personne raisonnable, compromettrait leur indépendance.
- 8) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour assurer la conformité aux paragraphes 6 et 7.
- 9) L'administrateur d'indice de référence désigné transmet à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières le rapport visé au sous-paragraphe *b* ou *c* du paragraphe 3 rapidement après sa transmission au conseil d'administration.

Comité de surveillance

8. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit et maintient un comité de surveillance chargé de surveiller la fourniture des indices de référence désignés.
- 2) Le comité de surveillance ne compte aucune personne physique faisant partie du conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné.
- 3) Le comité de surveillance évalue les décisions du conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné quant à la conformité à la législation en valeurs mobilières relativement à un indice de référence désigné et l'informe de ses préoccupations quant à ces décisions.
- 4) Le comité de surveillance remet une copie de ses recommandations en matière de surveillance des indices de référence au conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné.
- 5) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures concernant la structure et le mandat du comité de surveillance.
- 6) Le conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné nomme les membres du comité de surveillance.
- 7) L'administrateur d'indice de référence désigné ne diffuse de l'information sur un indice de référence désigné que si son conseil d'administration a approuvé les éléments suivants :
- a)* les politiques et les procédures visées au paragraphe 5;
- b)* les procédures visées au sous-paragraphe *d* du paragraphe 8.
- 8) Le comité de surveillance a les obligations suivantes à l'égard de chaque indice de référence désigné que l'administrateur d'indice de référence désigné administre :

- a) examiner sa méthodologie au moins tous les 12 mois;
 - b) surveiller toute modification de sa méthodologie, en demandant notamment à l'administrateur d'indice de référence désigné de consulter les contributeurs d'indice de référence ou les utilisateurs d'indice de référence sur toute modification significative apportée;
 - c) surveiller sa gestion et son exploitation, y compris le cadre de contrôle visé à l'article 9;
 - d) examiner et approuver les procédures visant sa cessation, dont celles régissant les consultations à cet égard;
 - e) surveiller tout fournisseur de services participant à sa fourniture ou à sa diffusion, y compris les agents de calcul ou de diffusion;
 - f) évaluer tout rapport d'examen ou d'audit internes, ou tout rapport d'assurance limitée sur la conformité ou rapport d'assurance raisonnable sur la conformité établi par un expert-comptable;
 - g) surveiller la mise en œuvre de toute mesure corrective découlant d'un examen ou d'un audit internes, ou de tout rapport d'assurance limitée sur la conformité ou rapport d'assurance raisonnable sur la conformité établi par un expert-comptable;
 - h) dresser un procès-verbal de chaque réunion;
 - i) si l'indice repose sur les données sous-jacentes d'un contributeur d'indice de référence, procéder comme suit :
 - i) surveiller l'établissement, la mise en œuvre, le maintien et l'application du code de conduite visé à l'article 24 par l'administrateur d'indice de référence désigné;
 - ii) faire un suivi des éléments suivants:
 - A) les données sous-jacentes;
 - B) la fourniture de données sous-jacentes par un contributeur d'indice de référence;
 - C) les mesures de contestation ou de validation prises par l'administrateur d'indice de référence désigné à l'égard de la fourniture des données sous-jacentes;
 - iii) prendre des mesures raisonnables concernant tout manquement significatif au code de conduite visé à l'article 24 afin d'en atténuer les répercussions et d'empêcher toute récidive;
 - iv) aviser rapidement le conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné de tout manquement au code de conduite visé à l'article 24.
- 9) Le comité de surveillance qui apprend que le conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné a agi ou entend agir contrairement à des recommandations qu'il a formulées ou à des décisions qu'il a prises consigne ce fait au procès-verbal de sa prochaine réunion.
- 10) Le comité de surveillance qui prend connaissance des faits suivants en informe rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières :
- a) tout manquement significatif commis par l'administrateur d'indice de référence désigné relativement à la fourniture d'un indice de référence désigné;

b) tout manquement significatif commis par un contributeur d'indice de référence à l'égard d'un indice de référence désigné reposant sur des données sous-jacentes qu'il a fournies;

c) les données sous-jacentes qui présentent les caractéristiques suivantes :

i) elles pourraient amener une personne raisonnable à conclure qu'elles sont anormales ou suspectes;

ii) elles servent à établir l'indice de référence ou proviennent d'un contributeur d'indice de référence.

11) Le comité de surveillance, et chacun de ses membres, exercent avec intégrité les activités et fonctions qui leur incombent en vertu du présent règlement.

12) Tout membre du comité de surveillance déclare par écrit à ce dernier la nature et l'étendue de tout conflit d'intérêts mettant en cause l'indice de référence désigné ou l'administrateur d'indice de référence désigné.

Cadre de contrôle

9. 1) Dans le présent article, l'expression « cadre de contrôle » s'entend des politiques, des procédures et des contrôles visés aux paragraphes 2 et 4.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques, des procédures et des contrôles raisonnablement conçus pour assurer la fourniture de l'indice de référence désigné conformément au présent règlement.

3) Sans limiter la généralité du paragraphe 2, l'administrateur d'indice de référence désigné veille à que son cadre de contrôle renferme des contrôles liés aux éléments suivants :

a) la gestion du risque opérationnel, notamment tout risque de perte financière, de perturbation ou d'atteinte à sa réputation qui découle d'une défaillance de ses systèmes de technologie de l'information;

b) ses plans de continuité des activités et de reprise après sinistre;

c) les procédures d'urgence en cas de perturbation de la fourniture ou du processus d'établissement de l'indice de référence désigné.

4) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques, des procédures et des contrôles raisonnablement conçus pour remplir les fonctions suivantes :

a) assurer que les contributeurs d'indice de référence respectent le code de conduite visé à l'article 24 ainsi que les normes applicables aux données sous-jacentes selon la méthodologie de l'indice de référence désigné;

b) effectuer un suivi des données sous-jacentes avant toute publication relative à l'indice de référence désigné;

c) valider les données sous-jacentes après la publication afin de relever les erreurs et anomalies.

5) L'administrateur d'indice de référence désigné avise rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières par écrit de tout incident de sécurité significatif ou de tout problème de système significatif touchant tout indice de référence désigné qu'il administre.

6) L'administrateur d'indice de référence désigné révisé et actualise son cadre de contrôle à une fréquence raisonnable et au moins tous les 12 mois.

7) L'administrateur d'indice de référence désigné fournit gratuitement son cadre de contrôle à tout utilisateur d'indice de référence qui en fait la demande.

Obligations en matière de gouvernance

10. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit et consigne une structure organisationnelle claire.

2) La structure organisationnelle visée au paragraphe 1 établit des rôles et des responsabilités bien définis et transparents pour chaque personne participant à la fourniture d'un indice de référence désigné administré par l'administrateur d'indice de référence désigné.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour assurer que chacun de ses responsables de l'indice de référence remplit les conditions suivantes :

a) il possède les compétences, les connaissances, l'expérience, la fiabilité et l'intégrité nécessaires à l'accomplissement de ses fonctions;

b) il est soumis à une gestion et à une supervision adéquates.

4) L'administrateur d'indice de référence désigné veille à ce que sa direction approuve à l'interne toute information qu'il publie relativement à un indice de référence désigné.

Obligations en matière de conflits d'intérêts

11. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour remplir les fonctions suivantes :

a) détecter et éviter les conflits d'intérêts, ou atténuer les risques connexes, qui le concernent ou concernent ses dirigeants, contributeurs d'indice de référence, utilisateurs d'indice de référence et membres de l'AIRD, ainsi que les entités du même groupe que lui;

b) veiller à l'exercice indépendant et honnête de tout jugement d'expert qu'utilise l'administrateur d'indice de référence ou les membres de l'AIRD lors de l'établissement des indices de référence;

c) protéger l'intégrité et l'indépendance de la fourniture des indices de référence désignés;

d) veiller à ce que ses responsables de l'indice de référence ne soient soumis à aucune influence indue ni à aucun conflit d'intérêts, et notamment s'assurer que les circonstances suivantes s'appliquent :

i) ils ne font l'objet d'aucune évaluation de la rémunération ou du rendement donnant lieu à des conflits d'intérêts ou influant autrement sur l'intégrité du processus d'établissement des indices de référence;

ii) ils n'ont aucun intérêt financier ni aucune relation, notamment d'affaires, compromettant les activités de l'administrateur d'indice de référence désigné;

iii) ils ne contribuent pas à l'établissement d'un indice de référence désigné en prenant part à des offres d'achat ou de vente ou à des opérations, que ce soit à titre personnel ou pour le compte de participants au marché, sauf conformément aux exigences explicites de la méthodologie de l'indice de référence désigné;

iv) ils sont soumis à des procédures de contrôle de l'échange d'information pouvant toucher un indice de référence désigné, avec les personnes

suivantes :

A) d'autres membres de l'AIRD se livrant à des activités risquant de créer des conflits d'intérêts;

B) les contributeurs d'indice de référence ou d'autres tiers.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné qui prend connaissance d'un conflit d'intérêts ou d'un risque de conflit d'intérêts entre, d'une part, les activités relatives à un indice de référence désigné et celles des responsables de l'indice de référence et, d'autre part, une autre partie de ses activités établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures pour opérer une séparation organisationnelle entre ces activités et cette autre partie.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné publie rapidement après en avoir pris connaissance une description de tout conflit d'intérêts significatif ou risque de conflit d'intérêts significatif à l'égard d'un indice de référence désigné, notamment lorsque le conflit ou le risque découle de sa propriété ou de son contrôle.

4) L'administrateur d'indice de référence désigné veille à ce que les politiques et les procédures visées au paragraphe 1 remplissent les conditions suivantes :

a) elles tiennent compte de la nature de l'indice de référence désigné ainsi que des risques qu'il pose aux marchés et aux utilisateurs d'indice de référence;

b) elles protègent la confidentialité de l'information fournie à l'administrateur d'indice de référence désigné ou produite par lui, sous réserve des obligations de communication d'information et de transparence prévues par le présent règlement;

c) elles permettent de détecter et d'éviter les conflits d'intérêts, ou d'atténuer les risques connexes, notamment ceux découlant des éléments suivants :

i) tout jugement d'un expert ou toute autre appréciation discrétionnaire exercés lors du processus d'établissement d'un indice de référence;

ii) l'emprise exercée sur l'administrateur d'indice de référence désigné ou toute entité du même groupe que lui;

iii) le contrôle exercé par toute autre personne sur l'administrateur d'indice de référence désigné relativement à l'établissement de l'indice de référence désigné.

5) L'administrateur d'indice de référence désigné avise rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières par écrit de tout manquement significatif à l'application ou au respect des politiques et des procédures visées au sous-paragraphe *b* du paragraphe 4.

Signalement des infractions

12. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des systèmes et des contrôles raisonnablement conçus pour détecter et signaler à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières toute conduite d'un membre de l'AIRD ou d'un contributeur d'indice de référence qui est susceptible d'impliquer une manipulation ou une tentative de manipulation d'un indice de référence désigné.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures de signalement, par les membres de l'AIRD, de toute infraction au présent règlement au dirigeant visé à l'article 7.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné avise rapidement l'agent

responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières par écrit de toute conduite dont lui, ou l'un des membres de l'AIRD, prend connaissance et qui est susceptible d'impliquer une manipulation ou une tentative de manipulation d'un indice de référence désigné.

Procédures de traitement des plaintes

13. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient, applique et publie des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour recevoir, traiter, examiner et résoudre les plaintes relatives aux indices de référence désignés, notamment celles se rapportant aux éléments suivants :

a) la représentativité de l'établissement de l'indice de référence désigné par rapport au segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;

b) l'application de la méthodologie de l'indice de référence désigné lors de l'établissement de celui-ci;

c) la méthodologie de l'indice de référence désigné ou toute modification qu'il est projeté d'y apporter.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné a les obligations suivantes :

a) fournir gratuitement un exemplaire écrit des procédures de traitement des plaintes à tout plaignant qui en fait la demande;

b) examiner toute plainte en temps opportun et de manière équitable;

c) communiquer le résultat de l'examen au plaignant dans un délai raisonnable;

d) mener l'examen indépendamment des personnes qui ont pu être concernées par la plainte.

Impartition

14. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné ne peut impartir une fonction, un service ou une activité se rapportant à l'administration d'un indice de référence désigné d'une façon qui nuirait considérablement aux éléments suivants :

a) son contrôle sur la fourniture de l'indice de référence désigné;

b) sa capacité à respecter les dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné qui impartit à un fournisseur de services une fonction, un service ou une activité en lien avec la fourniture d'un indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour assurer les éléments suivants :

a) le fournisseur de services a la capacité et l'autorisation légale d'exécuter la fonction, le service ou l'activité d'une manière fiable et efficace;

b) l'administrateur d'indice de référence désigné tient des dossiers sur l'identité et les tâches de chaque fournisseur de services participant à la fourniture de l'indice de référence désigné, et il les met rapidement à la disposition de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières sur demande;

c) l'administrateur d'indice de référence désigné et le fournisseur de services concluent un contrat écrit qui remplit les conditions suivantes :

i) il impose des obligations en matière de niveau de service au fournisseur de services;

ii) il prévoit que l'administrateur d'indice de référence désigné peut y mettre fin lorsqu'il le juge raisonnablement approprié;

iii) il exige que le fournisseur de services communique à l'administrateur d'indice de référence désigné tout fait nouveau susceptible d'avoir une incidence significative sur sa capacité d'exécuter la fonction, le service ou l'activité conformément au droit applicable;

iv) il exige que le fournisseur de services coopère avec l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières à l'égard de la fonction, du service ou de l'activité;

v) il renferme une disposition permettant à l'administrateur d'indice de référence désigné d'accéder aux éléments suivants :

i) les dossiers et les données relatifs à la fonction, au service ou à l'activité;

ii) les locaux professionnels du fournisseur de services;

vi) il renferme une disposition obligeant le fournisseur de services à donner à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières le même accès aux dossiers et aux données relatifs à la fonction, au service ou à l'activité que si l'impartition n'avait pas eu lieu;

vii) il renferme une disposition obligeant le fournisseur de services à conférer à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières les mêmes droits d'accès à ses locaux professionnels que si l'impartition n'avait pas eu lieu;

d) si l'administrateur d'indice de référence désigné prend connaissance de toute situation indiquant que le fournisseur de services pourrait ne pas exécuter la fonction, le service ou l'activité conformément au présent règlement ou à la convention visée au sous-paragraphe *c* prend des mesures raisonnables à cet égard;

e) l'administrateur d'indice de référence désigné supervise de manière raisonnable l'exécution de la fonction, du service ou de l'activité et gère les risques associés à l'impartition;

f) l'administrateur d'indice de référence désigné conserve les compétences qui, de l'avis d'une personne raisonnable, seraient nécessaires à la supervision raisonnable de l'exécution de la fonction, du service ou de l'activité, ainsi qu'à la gestion des risques associés à l'impartition;

g) l'administrateur d'indice de référence désigné prend des mesures, y compris l'élaboration de plans d'urgence, qui, de l'avis d'une personne raisonnable, seraient nécessaires pour éviter ou atténuer le risque opérationnel lié à la participation du fournisseur de services à la fourniture de l'indice de référence désigné.

CHAPITRE 4 DONNÉES SOUS-JACENTES ET MÉTHODOLOGIE

Données sous-jacentes

15. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour assurer que les conditions suivantes sont remplies à l'égard des données sous-jacentes utilisées dans la fourniture de l'indice de référence désigné :

a) les données sous-jacentes, dans l'ensemble, sont suffisantes pour fournir un indice de référence désigné représentant de manière exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;

b) les données sous-jacentes demeurent disponibles selon des modalités fiables;

c) si des données de transaction appropriées sont disponibles pour remplir les conditions prévues aux sous-paragraphes *a* et *b*, ces données constituent les données sous-jacentes;

d) si des données de transaction appropriées ne sont pas disponibles pour remplir les conditions prévues aux sous-paragraphes *a* et *b*, l'administrateur d'indice de référence désigné utilise, conformément à la méthodologie de l'indice de référence désigné, des prix estimatifs, des cotations ou d'autres valeurs appropriés et pertinents comme données sous-jacentes;

e) l'exactitude et l'exhaustivité des données sous-jacentes sont vérifiables.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques, des procédures et des contrôles qui sont raisonnablement conçus pour assurer que les données sous-jacentes à un indice de référence désigné sont exactes et exhaustives, et qui comprennent les critères et processus suivants :

a) des critères déterminant les entités qui peuvent fournir des données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné;

b) un processus permettant de déterminer les contributeurs d'indice de référence;

c) un processus d'évaluation de la conformité des contributeurs d'indice de référence au code de conduite visé à l'article 24;

d) une procédure d'imposition des mesures qui, de l'avis d'une personne raisonnable, seraient appropriées en cas de manquement d'un contributeur d'indice de référence au code de conduite visé à l'article 24;

e) s'il y a lieu, la marche à suivre pour arrêter la fourniture de données sous-jacentes par un contributeur d'indice de référence;

f) un processus de vérification de l'exactitude et de l'exhaustivité des données sous-jacentes.

3) Lorsque, de l'avis d'une personne raisonnable, les données sous-jacentes font qu'un indice de référence désigné ne représente pas de manière exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter, l'administrateur d'indice de référence désigné prend l'une des mesures suivantes à l'égard de l'indice :

a) dans un délai raisonnable, il modifie ses données sous-jacentes, ses contributeurs d'indice de référence ou sa méthodologie afin qu'il représente ce segment de manière exacte;

b) il cesse de le fournir.

4) L'administrateur d'indice de référence désigné qui est tenu de prendre une mesure prévue au sous-paragraphes *a* ou *b* du paragraphe 3 en avise rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières par écrit.

5) L'administrateur d'indice de référence désigné publie les éléments suivants :

a) les politiques et les procédures visées au paragraphe 1 ayant trait aux types de données sous-jacentes, à l'ordre de priorité d'utilisation de ces diverses données et à l'exercice du jugement d'expert lors de l'établissement d'un indice de référence désigné;

b) la méthodologie de l'indice de référence désigné.

Fourniture de données sous-jacentes

16. 1) Pour l'application du sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 15 à l'égard d'un indice référence désigné reposant sur des données sous-jacentes de contributeurs d'indice de référence, l'administrateur d'indice de référence désigné obtient, lorsqu'une personne raisonnable le jugerait approprié, des données sous-jacentes d'un échantillon représentatif de contributeurs d'indice de référence.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné n'utilise pas les données sous-jacentes d'un contributeur d'indice de référence s'il a des raisons de croire que le contributeur ne respecte pas le code de conduite visé à l'article 24 et, dans ce cas, lorsqu'une personne raisonnable le jugerait approprié, il obtient d'autres données représentatives conformément aux lignes directrices visées au sous-paragraphe *a* du paragraphe 3 de l'article 17.

3) Lorsque des données sous-jacentes sont fournies par une fonction de salle des marchés d'un contributeur d'indice de référence ou d'une entité du même groupe que lui exerçant des activités liées à ces données ou susceptibles de les toucher, l'administrateur d'indice de référence désigné prend les mesures suivantes :

a) il obtient d'autres sources des renseignements qui corroborent l'exactitude et l'exhaustivité de ces données conformément à ses politiques et procédures;

b) il s'assure que le contributeur d'indice de référence dispose de procédures internes adéquates de vérification et de surveillance.

4) Pour l'application du paragraphe 3, l'expression « fonction de salle des marchés » s'entend d'un service, d'une division, d'un groupe ou de membres du personnel qui exercent une activité d'établissement des cours, de négociation, de vente, de commercialisation, de promotion publicitaire, de démarchage, de structuration ou de courtage.

Méthodologie

17. 1) Pour établir un indice de référence désigné, l'administrateur d'indice de référence désigné peut utiliser une méthodologie lorsque les conditions suivantes sont réunies :

a) la méthodologie suffit à fournir un indice de référence désigné qui représente de manière exacte et fiable le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;

b) la méthodologie indique clairement les modalités selon lesquelles un jugement d'expert peut être exercé dans l'établissement de l'indice et les cas dans lesquels il peut l'être;

c) l'exactitude et la fiabilité de la méthodologie sont vérifiables, y compris, le cas échéant, par des contrôles a posteriori;

d) la méthodologie est raisonnablement conçue pour garantir l'établissement de l'indice dans toutes les circonstances raisonnables, sans compromettre l'exactitude et la fiabilité de la méthodologie;

e) il est possible de vérifier l'exactitude et l'exhaustivité de l'établissement de l'indice selon la méthodologie.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné peut mettre en œuvre une méthodologie à l'égard d'un indice de référence désigné lorsqu'il remplit les conditions suivantes :

a) dans l'élaboration de la méthodologie, il tient compte de toutes les

caractéristiques applicables du segment du marché ou de l'économie que l'indice est censé refléter;

b) s'il y a lieu, il détermine ce qui constitue un marché actif aux fins de l'indice;

c) il fixe l'ordre de priorité à accorder aux divers types de données sous-jacentes.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient, applique et publie des lignes directrices qui réunissent les conditions suivantes :

a) elles précisent les circonstances dans lesquelles la quantité ou la qualité des données sous-jacentes ne respecte pas les normes permettant à la méthodologie d'établir un indice de référence désigné représentant de manière exacte et fiable le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;

b) elles indiquent si l'indice de référence désigné doit être calculé ou non dans ces circonstances et, le cas échéant, précisent la méthode de calcul.

Projets de modification significative de la méthodologie

18. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des procédures prévoyant ce qui suit :

a) la publication d'un avis sur tout projet de modification significative de la méthodologie d'un indice de référence désigné;

b) la consultation des utilisateurs d'indice de référence et des autres membres du public à propos du projet ainsi que de son effet sur l'indice de référence désigné;

c) la publication des commentaires reçus, sauf si l'intervenant demande qu'ils demeurent confidentiels, de même que de la réponse de l'administrateur d'indice de référence désigné à ceux qui sont publiés;

d) la publication d'un avis sur la mise en œuvre de toute modification significative de la méthodologie.

2) Pour l'application du paragraphe 1, les conditions suivantes s'appliquent :

a) les procédures relatives à l'avis visé au sous-paragraphe *a* de ce paragraphe prévoient que l'avis doit être publié au plus tard à une date allouant aux utilisateurs d'indice de référence et aux autres membres du public un délai raisonnable pour examiner et commenter le projet de modification;

b) les procédures relatives à la publication des commentaires conformément au sous-paragraphe *c* de ce paragraphe peuvent permettre la non-publication d'une partie d'un commentaire écrit lorsque les conditions suivantes sont réunies :

i) l'administrateur d'indice de référence estime que sa communication porterait un préjudice grave à ses intérêts ou violerait la législation sur la protection de la vie privée;

ii) l'administrateur d'indice de référence désigné inclut dans les documents publiés une description de la nature du commentaire;

c) les procédures relatives à l'avis visé au sous-paragraphe *d* de ce paragraphe prévoient la publication d'un avis sur la mise en œuvre au plus tard à une date de prise d'effet allouant aux utilisateurs d'indice de référence et aux autres membres du public un délai raisonnable pour examiner la modification mise en œuvre.

CHAPITRE 5 INFORMATION À FOURNIR

Information à publier sur la méthodologie

19. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné publie, à l'égard de la méthodologie d'un indice de référence désigné, les éléments suivants :

- a) l'information suivante :
 - i) les renseignements qui pourraient être nécessaires à un contributeur d'indice de référence raisonnable pour s'acquitter de ses responsabilités en cette qualité;
 - ii) les renseignements qui pourraient être nécessaires à un utilisateur d'indice de référence raisonnable pour évaluer si l'indice représente de manière exacte et fiable le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;
- b) une explication complète de tous les éléments de la méthodologie, notamment les suivants :
 - i) une description de l'indice et du segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;
 - ii) la monnaie ou toute autre unité de mesure de l'indice;
 - iii) le critère employé par l'administrateur d'indice de référence désigné afin de sélectionner les sources de données sous-jacentes utilisées pour établir l'indice;
 - iv) les types de données sous-jacentes utilisées pour établir l'indice ainsi que l'ordre de priorité accordé à chacun;
 - v) les contributeurs d'indice de référence et les critères employés pour établir leur admissibilité;
 - vi) une description des composantes de l'indice et des critères servant à leur sélection et à leur pondération;
 - vii) toute exigence minimale de liquidité applicable aux composantes de l'indice;
 - viii) toute exigence minimale applicable à la quantité des données sous-jacentes utilisées pour établir l'indice et toute norme minimale applicable à leur qualité;
 - ix) l'indication des modalités selon lesquelles un jugement d'expert peut être exercé dans l'établissement de l'indice et des cas dans lesquels il peut l'être;
 - x) le cas échéant, l'indication que l'indice tient compte ou non de tout réinvestissement de dividendes versés sur des titres inclus dans l'indice;
 - xi) si la méthodologie peut être modifiée périodiquement pour faire en sorte que l'indice de référence désigné continue de représenter de manière exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter, les critères suivants :
 - A) tout critère à utiliser pour établir la nécessité d'une telle modification;
 - B) tout critère à utiliser pour établir la fréquence d'une telle modification;

C) tout critère à utiliser dans le cadre d'une telle modification pour rééquilibrer les composantes de l'indice;

xii) les limites potentielles de la méthodologie et le détail de toute méthodologie à employer dans des circonstances exceptionnelles, notamment dans le cas d'un marché non liquide ou en période de tension, ou lorsque les sources de données de transaction peuvent ne pas être suffisantes, exactes ou fiables;

xiii) la description du rôle de tous les tiers ayant participé à la collecte de données en vue de l'établissement de l'indice, à son calcul ou à sa diffusion;

xiv) le modèle ou la méthode utilisés pour l'extrapolation et toute interpolation de données sous-jacentes;

c) le processus d'examen interne et d'approbation de la méthodologie et la fréquence de ces examens;

d) les procédures visées à l'article 18;

e) des exemples de types de modifications qui pourraient constituer une modification significative de la méthodologie.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné avise l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières par écrit de tout projet de modification significative de la méthodologie d'un indice de référence désigné au moins 45 jours avant sa mise en œuvre.

Déclaration relative à l'indice de référence

20. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné publie une déclaration relative à tout indice de référence désigné au plus tard 15 jours après la désignation de cet indice.

2) La déclaration relative à l'indice de référence visée au paragraphe 1 comprend les éléments suivants :

a) la description du segment du marché ou de l'économie que l'indice de référence désigné est censé refléter, y compris les renseignements suivants :

i) la zone géographique, le cas échéant, de ce segment;

ii) toute autre information qu'une personne raisonnable jugerait pertinente ou utile afin d'aider les utilisateurs d'indice de référence existants ou potentiels à comprendre les caractéristiques pertinentes de ce segment, y compris les éléments suivants si de l'information fiable est disponible :

A) de l'information sur les participants existants ou potentiels à ce segment;

B) une indication de la valeur monétaire de ce segment;

b) une explication des circonstances dans lesquelles l'indice de référence désigné pourrait, de l'avis d'une personne raisonnable, ne plus représenter le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter;

c) les caractéristiques techniques suivantes :

i) les éléments inclus dans le calcul de l'indice de référence désigné à l'égard desquels l'administrateur d'indice de référence désigné ou tout contributeur d'indice de référence pourrait exercer un jugement d'expert;

ii) les critères applicables à l'exercice, par l'administrateur d'indice

de référence désigné ou tout contributeur d'indice de référence, du jugement d'expert;

iii) le titre de poste des personnes physiques autorisées à exercer un jugement d'expert au nom de l'administrateur d'indice de référence désigné ou de tout contributeur d'indice de référence;

d) les moyens d'évaluer le jugement d'expert visé au sous-paragraphe *c*;

e) un avis indiquant que des facteurs, notamment des facteurs externes indépendants de la volonté de l'administrateur d'indice de référence désigné, pourraient nécessiter la modification ou la cessation de l'indice de référence désigné;

f) un avis indiquant que la modification ou la cessation de l'indice de référence désigné pourrait avoir une incidence sur les contrats et instruments ou la mesure de la performance des fonds d'investissement pour lesquels l'indice de référence désigné sert de référence;

g) une explication de toutes les principales expressions employées dans la déclaration et la méthodologie;

h) les motifs du choix de la méthodologie de l'indice de référence désigné, ainsi que les procédures d'examen et d'approbation de cette méthodologie;

i) un résumé de la méthodologie de l'indice de référence désigné qui comprend notamment les éléments suivants :

i) une description des données sous-jacentes;

ii) l'ordre de priorité à accorder aux divers types de données sous-jacentes;

iii) les données minimales nécessaires pour établir l'indice;

iv) l'utilisation éventuelle de modèles ou de méthodes d'extrapolation des données sous-jacentes;

v) toute procédure de rééquilibrage des composantes de l'indice;

vi) les contrôles et règles applicables à tout exercice du jugement d'expert de l'administrateur d'indice de référence désigné ou d'un contributeur d'indice de référence;

j) les procédures régissant la fourniture de l'indice de référence désigné en période de tension ou lorsque les sources de données de transaction peuvent ne pas être suffisantes, exactes ou fiables, de même que les limites potentielles de l'indice de référence désigné au cours de ces périodes;

k) les procédures de traitement des erreurs contenues dans les données sous-jacentes ou dans l'établissement de l'indice de référence désigné, notamment lorsqu'il est nécessaire d'établir l'indice de nouveau;

l) les limites potentielles de l'indice de référence désigné, notamment son fonctionnement dans des marchés non liquides ou fragmentés, ainsi que la concentration possible des données sous-jacentes.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné révisé la déclaration relative à l'indice de référence au moins tous les 2 ans.

4) S'il survient un changement significatif concernant l'information contenue dans la déclaration relative à l'indice de référence, l'administrateur d'indice de référence désigné met la déclaration à jour rapidement afin de refléter le changement à l'information requise en vertu du présent article.

5) En cas de mise à jour de la déclaration relative à l'indice de référence conformément au paragraphe 4, l'administrateur d'indice de référence désigné en publie rapidement une version mise à jour.

Modification et cessation d'un indice

21. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné publie, en même temps que la déclaration relative à l'indice de référence visée au paragraphe 1 de l'article 20, les procédures qu'il doit suivre en cas de modification significative ou de cessation d'un indice de référence désigné qu'il administre.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné qui apporte une modification significative aux procédures visées au paragraphe 1 publie rapidement les procédures mises à jour.

Personnes inscrites, émetteurs assujettis et entités reconnues

22. 1) Les personnes suivantes qui utilisent un indice de référence désigné dont la cessation pourrait avoir une incidence considérable sur elles, un titre qu'elles ont émis ou un dérivé auquel elles sont parties, établissent et maintiennent chacune un plan écrit indiquant les mesures qu'elles prendraient en cas de modification significative de l'indice ou de cessation de sa fourniture :

a) les personnes inscrites;

b) les émetteurs assujettis;

c) les bourses reconnues;

d) les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations;

e) les chambres de compensation reconnues au sens du Règlement 24-102 sur les obligations relatives aux chambres de compensation (chapitre V 1.1, r. 8.01).

2) Lorsqu'une personne raisonnable le jugerait approprié, toute personne visée au paragraphe 1 prend les mesures suivantes :

a) elle indique, dans le plan visé au paragraphe 1, un ou plusieurs indices de référence qui pourraient adéquatement se substituer à l'indice de référence désigné;

b) elle indique les raisons pour lesquelles la substitution serait adéquate.

3) Lorsqu'une personne raisonnable le jugerait approprié, toute personne visée au paragraphe 1 prend en compte le plan visé à ce paragraphe dans tout titre qu'elle émet ou tout dérivé dont elle est partie et pour lequel l'indice de référence désigné sert de référence.

Publication et communication

23. L'administrateur d'indice de référence désigné qui est tenu, en vertu du présent règlement, de publier un document ou de l'information, ou de communiquer un document ou de l'information à un utilisateur d'indice de référence ou à un contributeur d'indice de référence, les rend publics, gratuitement et de manière évidente, sur son site Web.

CHAPITRE 6 CONTRIBUTEURS D'INDICE DE RÉFÉRENCE

Code de conduite des contributeurs d'indice de référence

24. 1) Dans le cas d'un indice de référence désigné établi au moyen de données sous-jacentes provenant de contributeurs d'indice de référence, l'administrateur d'indice

de référence désigné établit, consigne, maintient et applique un code de conduite précisant les responsabilités des contributeurs d'indice de référence à l'égard de la fourniture de données sous-jacentes aux fins de l'indice de référence désigné.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné prévoit, dans le code de conduite visé au paragraphe 1, les éléments suivants :

a) une description claire des données sous-jacentes à fournir et des exigences nécessaires pour assurer que les données sous-jacentes sont fournies conformément aux articles 12, 15 et 16;

b) la méthode selon laquelle les contributeurs d'indice de référence confirment et modifient l'identité de chaque personne physique contributrice susceptible de fournir des données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné;

c) les procédures de vérification de l'identité du contributeur d'indice de référence et de toute personne physique contributrice;

d) les procédures visant à autoriser une personne physique à agir comme personne physique contributrice;

e) les procédures visant à ce que le contributeur d'indice de référence fournisse toutes les données sous-jacentes pertinentes;

f) les systèmes et contrôles que le contributeur d'indice de référence doit établir, consigner, maintenir et appliquer, notamment les éléments suivants :

i) les procédures de fourniture des données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné;

ii) les exigences suivantes à l'égard du contributeur d'indice de référence :

A) préciser si les données sous-jacentes sont des données de transaction;

B) confirmer si les données sous-jacentes sont conformes aux exigences imposées par l'administrateur d'indice de référence désigné;

iii) les procédures relatives à l'exercice du jugement d'expert en vue de la fourniture des données sous-jacentes;

iv) toute exigence de validation des données sous-jacentes avant qu'elles ne soient fournies à l'administrateur d'indice de référence désigné;

v) des exigences de tenue de dossiers relatifs à ses activités à titre de contributeur d'indice de référence;

vi) l'obligation pour le contributeur d'indice de référence de signaler à l'administrateur d'indice de référence désigné toute situation dans laquelle une personne raisonnable pourrait croire qu'une personne physique contributrice, agissant au nom de ce contributeur ou d'un autre, a fourni des données sous-jacentes inexactes ou incomplètes;

vii) des exigences concernant la détection et l'évitement des conflits d'intérêts ou l'atténuation des risques connexes;

viii) la désignation d'un dirigeant chargé de surveiller et d'évaluer la conformité de la conduite du contributeur d'indice de référence et de ses salariés au code de conduite visé à l'article 24 et au présent règlement, ainsi qu'aux dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence;

ix) l'obligation de donner au dirigeant visé à la disposition *viii* un

accès direct au conseil d'administration du contributeur d'indice de référence lorsque ce dirigeant le juge nécessaire ou souhaitable en fonction de ses responsabilités;

g) si le comité de surveillance visé à l'article 8 l'exige en raison de préoccupations liées à la conduite d'un contributeur d'indice de référence contribuant à un taux d'intérêt de référence désigné, l'obligation pour le contributeur d'indice de référence d'engager un expert-comptable afin de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant sa propre conduite et son respect des éléments suivants :

- i) les articles 25 et 40;
- ii) la méthodologie du taux d'intérêt de référence désigné;

h) l'obligation pour le contributeur d'indice de référence de transmettre un exemplaire du rapport visé au sous-paragraphe g du paragraphe 2 au comité de surveillance visé à l'article 8.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour vérifier, au moins une fois tous les 12 mois et rapidement après toute modification du code de conduite visé au paragraphe 1, que les contributeurs d'indice de référence le respectent.

Obligations des contributeurs d'indice de référence en matière de gouvernance et de contrôle

25. 1) Le contributeur d'indice de référence, qui contribue à un indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour garantir les éléments suivants :

a) aucun conflit d'intérêts touchant le contributeur d'indice de référence, ses salariés, ses dirigeants et ses mandataires n'a eu d'incidence significative sur la fourniture de ses données sous-jacentes par lui, si, de l'avis d'une personne raisonnable, leur fourniture peut être inexacte ou incomplète;

b) le contributeur d'indice de référence exerce tout jugement d'expert visé par le présent règlement en vue de la fourniture des données sous-jacentes de façon indépendante, de bonne foi et conformément au code de conduite visé à l'article 24.

2) Le contributeur d'indice de référence qui contribue à un indice de référence désigné établit, consigne, maintient et applique des politiques, des procédures et des contrôles raisonnablement conçus pour assurer l'exactitude et l'exhaustivité de chaque fourniture de données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné, notamment des politiques, des procédures et des contrôles régissant les éléments suivants :

a) la conformité de la fourniture au présent règlement et au code de conduite visé à l'article 24;

b) l'identité des personnes autorisées à fournir les données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné, ainsi que, le cas échéant, le processus d'approbation par une personne physique occupant un poste hiérarchiquement supérieur à celui de la personne physique contributrice;

c) la formation offerte aux personnes physiques contributrices relativement au présent règlement;

d) la détection et l'évitement des conflits d'intérêts ou l'atténuation des risques connexes, notamment les mesures suivantes, s'il y a lieu :

- i) une séparation organisationnelle entre les personnes physiques

contributrices et les salariés ayant notamment pour responsabilité de négocier l'élément sous-jacent de l'indice de référence;

ii) le retrait ou l'évitement de toute incitation à manipuler un indice de référence désigné qui pourraient découler des politiques de rémunération.

3) Avant de fournir des données sous-jacentes relativement à un indice de référence désigné auquel il contribue, le contributeur d'indice de référence prend les mesures suivantes :

a) il établit, consigne, maintient et applique des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour guider le recours éventuel au jugement d'expert;

b) dans le cas où le jugement d'expert est exercé à l'égard de données sous-jacentes, il conserve les dossiers consignants les motifs de la décision de l'exercer et les modalités de son exercice.

4) Le contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence désigné conserve, pendant 7 ans à compter de la date à laquelle le dossier a été créé ou reçu par l'administrateur d'indice de référence désigné, selon la date la plus tardive, les dossiers contenant les éléments suivants :

a) les communications relatives à la fourniture des données sous-jacentes;

b) toute l'information utilisée par le contributeur d'indice de référence pour effectuer une fourniture, notamment les détails sur les fournitures faites et le nom des personnes physiques contributrices;

c) tous les documents relatifs à la détection et à l'évitement des conflits d'intérêts ou à l'atténuation des risques connexes;

d) la description de la perte ou du gain financiers potentiels du contributeur d'indice de référence et de chaque personne physique contributrice relativement aux instruments financiers pour lesquels l'indice de référence désigné à l'égard duquel il agit à ce titre sert de référence;

e) tout examen interne ou externe mené par le contributeur d'indice de référence, notamment tout rapport d'assurance limitée sur la conformité ou rapport d'assurance raisonnable sur la conformité établi en vertu du présent règlement.

5) Le contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence désigné a les obligations suivantes :

a) coopérer avec l'administrateur d'indice de référence désigné pour l'examen et la supervision de la fourniture de l'indice, notamment à l'égard de tout rapport d'assurance limitée sur la conformité ou rapport d'assurance raisonnable sur la conformité établi en vertu du présent règlement;

b) mettre l'information et les dossiers visés au paragraphe 4 à la disposition des personnes suivantes :

i) l'administrateur d'indice de référence désigné;

ii) l'expert-comptable chargé de tout rapport d'assurance limitée sur la conformité ou rapport d'assurance raisonnable sur la conformité établi en vertu du présent règlement.

Dirigeant responsable de la conformité du contributeur d'indice de référence

26. 1) Le contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence désigné nomme un dirigeant chargé de surveiller et d'évaluer la conformité de la conduite du contributeur et de ses salariés au code de conduite visé à l'article 24 et au présent

règlement, ainsi qu'aux dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence.

2) Le contributeur d'indice de référence autorise le dirigeant visé au paragraphe 1 à avoir directement accès à son conseil d'administration lorsque ce dirigeant le juge nécessaire ou souhaitable en fonction de ses responsabilités.

CHAPITRE 7 TENUE DE DOSSIERS

Dossiers

27. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné tient des dossiers nécessaires pour rendre compte de la conduite de ses activités à titre d'administrateur d'indice de référence désigné, de ses transactions commerciales et de ses affaires financières se rapportant à ses indices de référence désignés.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné tient des dossiers contenant les renseignements suivants :

a) toutes les données sous-jacentes, y compris la façon dont elles ont été utilisées;

b) si des données sous-jacentes sont rejetées malgré leur conformité aux exigences de la méthodologie de l'indice de référence désigné, les motifs du rejet;

c) la méthodologie de l'indice de référence désigné;

d) tout jugement d'expert exercé par lui lors de l'établissement de l'indice de référence désigné, notamment les motifs du jugement;

e) toute modification ou tout écart des politiques, des procédures, des contrôles et des méthodologies;

f) l'identité des personnes physiques contributrices et des responsables de l'indice de référence;

g) l'ensemble des documents relatifs aux plaintes;

h) les communications, y compris les conversations téléphoniques, entre les responsables de l'indice de référence et les contributeurs d'indice de référence ou les personnes physiques contributrices concernant l'indice de référence désigné qu'il administre.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné tient les dossiers visés au paragraphe 2 sous une forme permettant les actes suivants :

a) la reproduction de l'établissement de l'indice de référence désigné;

b) l'audit, l'examen ou l'évaluation des données sous-jacentes, tout calcul ou l'exercice de tout jugement d'expert, notamment à l'égard de tout rapport d'assurance limitée sur la conformité ou rapport d'assurance raisonnable sur la conformité en vertu du présent règlement.

4) L'administrateur d'indice de référence désigné conserve les dossiers visés au présent article :

a) pendant 7 ans à compter de la date à laquelle il les a créés ou reçus;

b) en lieu sûr et sous une forme durable;

c) sous une forme permettant de fournir ces dossiers à l'agent responsable,

sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières dans les plus brefs délais sur demande.

CHAPITRE 8 INDICES DE RÉFÉRENCE ESSENTIELS DÉSIGNÉS, TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE DÉSIGNÉS ET INDICES DE RÉFÉRENCE FONDÉS SUR DES DONNÉES RÉGLEMENTÉES DÉSIGNÉS

SECTION 1 Indices de référence essentiels désignés

Administration de l'indice de référence essentiel désigné

28. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné qui décide de cesser de fournir un indice de référence essentiel désigné prend les mesures suivantes :

a) il avise rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières;

b) au plus tard 4 semaines suivant la transmission de l'avis, il présente à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières un plan expliquant la façon dont l'indice de référence essentiel désigné peut être transféré à un nouvel administrateur d'indice de référence désigné ou cesser d'être fourni.

2) Après la présentation du plan visé au sous-paragraphe *b* du paragraphe 1, l'administrateur d'indice de référence désigné continue de fournir l'indice de référence essentiel désigné jusqu'à ce qu'au moins l'un des événements suivants se produise :

a) la fourniture de l'indice de référence essentiel désigné a été transférée à un nouvel administrateur d'indice de référence désigné;

b) l'administrateur d'indice de référence désigné reçoit de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières un avis autorisant la cessation;

c) la désignation de l'indice de référence désigné a été révoquée ou modifiée du fait qu'il ne s'agit plus d'un indice de référence essentiel désigné;

d) sauf si le sous-paragraphe *e* s'applique, 12 mois se sont écoulés depuis la présentation du plan visé au sous-paragraphe *b* du paragraphe 1;

e) une période supérieure à 12 mois s'est écoulée depuis la présentation du plan visé au sous-paragraphe *b* du paragraphe 1, si cette période est fixée par l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières dans un avis écrit transmis à l'administrateur d'indice de référence désigné avant que la période de 12 mois ne soit écoulée.

Accès

29. L'administrateur d'indice de référence désigné prend des mesures raisonnables pour que les utilisateurs d'indice de référence existants ou potentiels aient un accès équitable, raisonnable, transparent et non discriminatoire à tout indice de référence essentiel désigné qu'il administre.

Évaluation

30. L'administrateur d'indice de référence désigné présente à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières, au moins une fois tous les 24 mois, une évaluation de la capacité de tout indice de référence essentiel désigné qu'il administre à représenter de manière exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter.

Contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence essentiel désigné

31. 1) Le contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence essentiel désigné qui décide de cesser de fournir des données sous-jacentes en avise rapidement, par écrit, l'administrateur d'indice de référence désigné.

2) L'administrateur d'indice de référence désigné qui reçoit l'avis visé au paragraphe 1 prend les mesures suivantes :

a) il avise rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières de la décision visée à ce paragraphe;

b) au plus tard 14 jours suivant réception de l'avis, il présente à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières une évaluation de l'incidence de la décision visée à ce paragraphe sur la capacité de l'indice de référence essentiel désigné à représenter de manière exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter.

Comité de surveillance

32. 1) Dans le cas d'un indice de référence essentiel désigné, au moins la moitié des membres du comité de surveillance visé à l'article 8 sont indépendants de l'administrateur d'indice de référence désigné qui l'administre et des entités membres du même groupe que lui.

2) Pour l'application du paragraphe 1, un membre du comité de surveillance n'est pas indépendant dans les cas suivants :

a) sauf pour sa rémunération à titre de membre du comité de surveillance, il accepte de l'administrateur d'indice de référence désigné ou d'une entité membre du même groupe que lui des honoraires à titre de consultant, de conseiller ou une autre forme d'honoraires;

b) il est un membre de l'AIRD ou un salarié ou un mandataire d'une entité du même groupe que l'administrateur d'indice de référence désigné;

c) il a siégé au comité de surveillance plus de 5 ans au total;

d) il entretient avec l'administrateur d'indice de référence désigné une relation dont le conseil d'administration peut raisonnablement penser qu'elle risque d'entraver l'exercice de son jugement indépendant à titre de membre.

3) Pour l'application du sous-paragraphe *d* du paragraphe 2, le conseil d'administration n'est pas tenu de conclure que le membre du comité de surveillance n'est pas indépendant du seul fait que celui-ci est ou était un utilisateur d'indice de référence d'un indice de référence désigné administré par l'administrateur d'indice de référence désigné.

4) Le comité de surveillance a les obligations suivantes :

a) publier de l'information sur ses membres, leurs déclarations de conflits d'intérêts ainsi que le processus d'élection ou de nomination de ses membres;

b) tenir au moins une réunion tous les 4 mois.

Rapport d'assurance sur l'administrateur d'indice de référence désigné

33. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné engage un expert-comptable afin de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance visé à l'article 8, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant son respect des éléments

suivants à l'égard de chaque indice de référence essentiel désigné qu'il administre :

- a) les articles 6, 9 à 17 et 27;
 - b) la méthodologie de l'indice de référence essentiel désigné.
- 2) Le mandat confié à l'expert-comptable visé au paragraphe 1 est exécuté une fois tous les 12 mois.
- 3) L'administrateur d'indice de référence désigné publie le rapport visé au paragraphe 1 et en remet un exemplaire à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières dans les 10 jours suivant sa réception.

Rapport d'assurance sur le contributeur d'indice de référence

34. 1) Si le comité de surveillance visé à l'article 8 l'exige en raison de préoccupations liées à la conduite d'un contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence essentiel désigné, le contributeur d'indice de référence engage un expert-comptable afin de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant sa propre conduite et son respect des éléments suivants :

- a) l'article 25;
 - b) la méthodologie de l'indice de référence essentiel désigné.
- 2) Le contributeur d'indice de référence transmet un exemplaire du rapport visé au paragraphe 1 aux destinataires suivants dans les 10 jours suivant sa réception :
- a) le comité de surveillance;
 - b) le conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné;
 - c) l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières.

SECTION 2 Taux d'intérêt de référence désignés

Données exactes et suffisantes

35. 1) Pour l'application du paragraphe 1 et du sous-paragraphe *a* du paragraphe 5 de l'article 15, les données sous-jacentes servant à l'établissement d'un taux d'intérêt de référence désigné sont utilisées par l'administrateur d'indice de référence désigné selon l'ordre de priorité suivant :

- a) les transactions de tout contributeur d'indice de référence sur le marché sous-jacent que le taux d'intérêt de référence désigné entend mesurer ou, si cela n'est pas suffisant, ses transactions sur les marchés connexes, notamment les suivants :
 - i) le marché des dépôts interbancaires non garantis;
 - ii) d'autres marchés de dépôts non garantis;
 - iii) les marchés du papier commercial;
 - iv) d'autres marchés en général, y compris les marchés de swaps indexés sur le taux à un jour, de mises en pension, de contrats de change à terme sur taux d'intérêt, et de contrats à terme et d'options sur taux d'intérêt, à condition que ces transactions soient conformes aux exigences relatives aux données sous-jacentes énoncées dans le code de conduite visé à l'article 24;

b) si les données sous-jacentes visées au sous-paragraphe *a* ne sont pas disponibles, les transactions de tiers sur les marchés visés à ce sous-paragraphe qui ont été observées par un contributeur d'indice de référence;

c) si les données sous-jacentes visées aux paragraphes *a* et *b* ne sont pas disponibles, les cotations fermes;

d) dans tous les autres cas, les cotations indicatives ou les jugements d'experts.

2) Pour l'application des paragraphes 1 et 3 de l'article 15, l'administrateur d'indice de référence désigné peut ajuster les données sous-jacentes à un taux d'intérêt de référence désigné afin que celui-ci représente de manière plus exacte le segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter, notamment dans les cas suivants :

a) le moment des transactions sur lesquelles se fondent les données sous-jacentes n'est pas suffisamment proche de celui de la fourniture des données sous-jacentes;

b) un événement de marché survenant entre le moment des transactions et celui de la fourniture des données sous-jacentes pourrait, de l'avis d'une personne raisonnable, avoir une incidence significative sur le taux d'intérêt de référence désigné;

c) des changements survenant dans la qualité du risque de crédit des contributeurs d'indice de référence et d'autres participants au marché pourraient, de l'avis d'une personne raisonnable, avoir une incidence significative sur le taux d'intérêt de référence désigné.

Comité de surveillance

36. 1) Dans le cas d'un taux d'intérêt de référence désigné, au moins la moitié des membres du comité de surveillance visé à l'article 8 sont indépendants de l'administrateur d'indice de référence désigné qui l'administre et des entités membres du même groupe que lui.

2) Pour l'application du paragraphe 1, un membre du comité de surveillance n'est pas indépendant dans les cas suivants:

a) sauf pour sa rémunération à titre de membre du comité de surveillance, il accepte de l'administrateur d'indice de référence désigné ou d'une entité membre du même groupe que lui des honoraires à titre de consultant, de conseiller ou une autre forme d'honoraires;

b) il est un membre de l'AIRD ou un salarié ou un mandataire d'une entité du même groupe que l'administrateur d'indice de référence désigné;

c) il a siégé au comité de surveillance plus de 5 ans au total;

d) il entretient avec l'administrateur d'indice de référence désigné une relation dont le conseil d'administration peut raisonnablement penser qu'elle risque d'entraver l'exercice de son jugement indépendant à titre de membre.

3) Pour l'application du sous-paragraphe *d* du paragraphe 2, le conseil d'administration n'est pas tenu de conclure que le membre du comité de surveillance n'est pas indépendant du seul fait que celui-ci est ou était un utilisateur d'indice de référence d'un indice de référence désigné administré par l'administrateur d'indice de référence désigné.

4) Le comité de surveillance a les obligations suivantes :

a) publier de l'information sur ses membres, leurs déclarations de conflits d'intérêts ainsi que le processus d'élection ou de nomination de ses membres;

- b) tenir au moins une réunion tous les 4 mois.

Rapport d'assurance sur l'administrateur d'indice de référence désigné

37. 1) L'administrateur d'indice de référence désigné engage un expert-comptable afin de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance visé à l'article 8, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant son respect des éléments suivants à l'égard de chaque taux d'intérêt de référence désigné qu'il administre :

- a) les articles 6, 9 à 17, 27 et 35;
- b) la méthodologie du taux d'intérêt de référence désigné.

2) Le mandat confié à l'expert-comptable visé au paragraphe 1 est exécuté pour la première fois 6 mois après l'instauration du code de conduite des contributeurs d'indice de référence visé à l'article 24, et tous les 2 ans par la suite.

3) L'administrateur d'indice de référence désigné publie le rapport visé au paragraphe 1 et en remet un exemplaire à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières dans les 10 jours suivant sa réception.

Rapport d'assurance sur le contributeur d'indice de référence exigé par le comité de surveillance

38. 1) Si le comité de surveillance visé à l'article 8 l'exige en raison de préoccupations liées à la conduite d'un contributeur d'indice de référence contribuant à un taux d'intérêt de référence désigné, le contributeur d'indice de référence engage un expert-comptable afin de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant sa propre conduite et son respect des éléments suivants :

- a) les articles 25 et 40;
- b) la méthodologie du taux d'intérêt de référence désigné.

2) Le contributeur d'indice de référence transmet un exemplaire du rapport visé au paragraphe 1 aux destinataires suivants dans les 10 jours suivant sa réception :

- a) le comité de surveillance;
- b) le conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné;
- c) l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières.

Rapport d'assurance sur le contributeur d'indice de référence exigé à certains moments

39. 1) Le contributeur d'indice de référence contribuant à un taux d'intérêt de référence désigné engage un expert-comptable afin de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant sa propre conduite, ses données sous-jacentes et son respect des éléments suivants :

- a) les articles 25 et 40;
- b) la méthodologie du taux d'intérêt de référence désigné;
- c) le code de conduite visé à l'article 24.

2) Le mandat confié à l'expert-comptable visé au paragraphe 1 est exécuté pour la première fois 6 mois après l'instauration du code de conduite des contributeurs d'indice de référence visé à l'article 24, et tous les 2 ans par la suite.

3) Le contributeur d'indice de référence transmet un exemplaire du rapport visé au paragraphe 1 aux destinataires suivants dans les 10 jours suivant sa réception :

- a) le comité de surveillance;
- b) le conseil d'administration de l'administrateur d'indice de référence désigné;
- c) l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières.

Politiques et procédures relatives au contributeur d'indice de référence

40. 1) Les obligations prévues aux paragraphes 2 à 7 s'appliquent au contributeur d'indice de référence uniquement à l'égard des taux d'intérêt de référence désignés.

2) Chaque personne physique contributrice du contributeur d'indice de référence et ses supérieurs hiérarchiques directs transmettent au contributeur d'indice de référence et à l'administrateur d'indice de référence désigné une déclaration écrite dans laquelle ils acceptent de se conformer au code de conduite visé à l'article 24.

3) Le contributeur d'indice de référence établit, consigne, maintient et applique des politiques, des procédures et des contrôles raisonnablement conçus pour prévoir les éléments suivants :

a) une vue d'ensemble des responsabilités, notamment des liens hiérarchiques internes et des obligations de reddition de comptes, au sein de l'organisation du contributeur d'indice de référence;

b) le maintien d'une liste à jour indiquant le nom et l'emplacement géographique des personnes physiques contributrices, de leurs supérieurs hiérarchiques et de leurs suppléants;

c) des procédures internes d'approbation pour la fourniture de données sous-jacentes;

d) des procédures disciplinaires applicables à toute manipulation ou tentative de manipulation par toute partie, notamment toute partie extérieure au processus de fourniture, ou à tout non-signallement de celles-ci;

e) des procédures de gestion des conflits d'intérêts et des contrôle des communications, tant au sein de l'organisation du contributeur d'indice de référence qu'avec d'autres contributeurs d'indice de référence et les tiers, afin d'éviter toute influence extérieure inappropriée sur les personnes chargées de fournir des taux;

f) l'obligation pour les personnes physiques contributrices employées par le contributeur d'indice de référence de travailler dans des locaux séparés physiquement de ceux des négociateurs en dérivés sur taux d'intérêt;

g) la prévention ou le contrôle des échanges d'information entre personnes participant à des activités comportant un risque de conflit d'intérêts, lorsque ces échanges peuvent influencer sur les données sous-jacentes fournies;

h) des règles visant à éviter la collusion entre les personnes suivantes :

i) entre contributeurs d'indice de référence;

ii) entre les contributeurs d'indice de référence et l'administrateur d'indice de référence désigné;

i) des mesures visant à prévenir ou à limiter toute influence inappropriée exercée par une personne sur la manière dont les personnes fournissent les données sous-jacentes;

j) la suppression de tout lien direct entre la rémunération des salariés participant à la fourniture de données sous-jacentes et la rémunération perçue ou les revenus générés par des personnes exerçant d'autres activités, lorsqu'un conflit d'intérêts peut survenir relativement à ces activités;

k) des contrôles visant à détecter toute annulation de transaction faisant suite à la fourniture des données sous-jacentes.

4) Le contributeur d'indice de référence conserve des dossiers détaillés des éléments suivants :

a) tous les aspects pertinents de la fourniture de données sous-jacentes;

b) le processus régissant l'établissement et l'approbation des données sous-jacentes;

c) les noms des personnes physiques contributrices et leurs responsabilités;

d) les communications entre les personnes physiques contributrices et les autres personnes, y compris les négociateurs internes et externes, relativement à l'établissement ou à la fourniture de données sous-jacentes;

e) les interactions entre les personnes physiques contributrices et l'administrateur d'indice de référence désigné ou tout agent de calcul;

f) les demandes d'information concernant les données sous-jacentes et les suites données à ces demandes;

g) les analyses de sensibilité pour les portefeuilles de négociation de swaps de taux d'intérêt et pour tout autre portefeuille de négociation de dérivés présentant une exposition significative aux fixations de taux d'intérêt relativement aux données sous-jacentes.

5) Le contributeur d'indice de référence et l'administrateur d'indice de référence désigné conservent leurs dossiers sur des supports permettant le stockage de l'information pour accès et consultation futurs, avec une piste de vérification documentée.

6) Le dirigeant visé à l'article 26 transmet régulièrement au conseil d'administration du contributeur d'indice de référence ses constatations, y compris les annulations de transactions faisant suite à la fourniture des données sous-jacentes.

7) Le contributeur d'indice de référence contribuant à un taux d'intérêt de référence désigné soumet ses données sous-jacentes et ses procédures à des examens internes réguliers.

SECTION 3 Indices de référence fondés sur des données réglementées désignés

Non-application aux indices de référence fondés sur des données réglementées désignés

41. Tout indice de référence fondé sur des données réglementées désigné est dispensé de l'application des dispositions suivantes :

a) les paragraphes 1 et 2 de l'article 12;

b) le paragraphe 2 de l'article 15;

- c) les paragraphes 1 à 3 de l'article 16;
- d) les articles 24 à 26;
- e) le sous-paragraphes *a* du paragraphe 2 de l'article 27.

CHAPITRE 9 DISPENSES DISCRÉTIONNAIRES

Dispenses

- 42.** 1) L'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières peut accorder une dispense de l'application de tout ou partie du présent règlement, sous réserve des conditions ou restrictions auxquelles la dispense peut être subordonnée.
- 2) Malgré le paragraphe 1, en Ontario, seul l'agent responsable peut accorder une telle dispense.
- 3) Sauf en Alberta et en Ontario, la dispense prévue au paragraphe 1 est accordée conformément à la loi visée à l'Annexe B du Règlement 14-101 sur les définitions (chapitre V-1.1, r. 3), vis-à-vis du nom du territoire intéressé.

CHAPITRE 10 DATE D'ENTRÉE EN VIGUEUR

Date d'entrée en vigueur

- 43.** Le présent règlement entre en vigueur le (*indiquer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

ANNEXE A
DÉFINITIONS S'APPLIQUANT DANS CERTAINS TERRITOIRES
(Paragraphe 4 de l'article 1)

« administrateur d'indice de référence » : une personne qui administre un indice de référence;

« contributeur d'indice de référence » : une personne qui se livre ou participe à la fourniture de renseignements qui serviront à un administrateur d'indice de référence pour établir un indice de référence;

« indice de référence » : un prix, une estimation, un taux, un indice ou une valeur qui remplit les conditions suivantes :

a) il est déterminé régulièrement en fonction d'une évaluation d'un ou de plusieurs éléments sous-jacents;

b) il est mis à la disposition du public, à titre onéreux ou gratuit;

c) il est utilisé à titre de référence à n'importe quelle fin, notamment les suivantes :

i) fixer les intérêts ou toute autre somme à payer au titre d'un contrat, d'un dérivé, d'un instrument ou d'une valeur mobilière;

ii) fixer la valeur d'un contrat, d'un dérivé, d'un instrument ou d'une valeur mobilière, ou le prix auquel ils peuvent faire l'objet d'une opération;

iii) mesurer le rendement d'un contrat, d'un dérivé, d'un fonds d'investissement, d'un instrument ou d'une valeur mobilière;

iv) à toute autre fin, par un fonds d'investissement;

« utilisateur d'indice de référence » : une personne qui utilise un indice de référence relativement à un contrat, à un dérivé, à un fonds d'investissement, à un instrument ou à une valeur mobilière.

**ANNEXE 25-102A1
FORMULAIRE ANNUEL DE L'ADMINISTRATEUR D'INDICE DE
RÉFÉRENCE DÉSIGNÉ**

Instructions

- 1) *Les expressions utilisées mais non définies dans le formulaire ont le sens qui leur est attribué dans le règlement.*
- 2) *À moins d'indication contraire, l'information figurant dans le formulaire doit être arrêtée à la date de clôture du dernier exercice de l'administrateur d'indice de référence. Elle doit être à jour de façon à ne pas induire le lecteur en erreur au moment de sa transmission. Si l'information présentée est arrêtée à une autre date, il faut le préciser dans le formulaire.*
- 3) *Commets une infraction à la législation en valeurs mobilières quiconque présente des renseignements faux ou trompeurs dans le formulaire.*

Rubrique 1. Nom de l'administrateur d'indice de référence

Inscrire le nom de l'administrateur d'indice de référence désigné.

Rubrique 2. Organisation et structure de l'administrateur d'indice de référence désigné

Décrire la structure organisationnelle de l'administrateur d'indice de référence désigné et inclure, s'il y a lieu, un organigramme indiquant la société mère ultime, les sociétés mères intermédiaires, les filiales et les membres importants du groupe de l'administrateur d'indice de référence désigné, le cas échéant, un organigramme indiquant les divisions, services et unités de l'administrateur d'indice de référence désigné, ainsi qu'un organigramme indiquant la structure de sa direction, y compris le dirigeant visé à l'article 7 du règlement et le comité de supervision visé à l'article 8 du règlement. Fournir de l'information détaillée au sujet de la structure juridique et de la propriété de l'administrateur d'indice de référence désigné.

Rubrique 3. Indice de référence désigné

Fournir le nom de l'indice de référence désigné.

Rubrique 4. Politiques et procédures relatives à l'information confidentielle

Si ce n'est pas déjà fait, joindre une copie des plus récentes politiques et procédures écrites que l'administrateur d'indice de référence désigné a établies et maintient afin de prévenir l'usage abusif de l'information confidentielle.

Rubrique 5. Politiques et procédures relatives au conflit d'intérêts

Si ce n'est pas déjà fait, joindre une copie des plus récentes politiques et procédures écrites établies et maintenues en matière de conflits d'intérêts.

Rubrique 6. Conflits d'intérêts découlant de la structure de contrôle ou de propriété du demandeur

a) Décrire tout conflit d'intérêts découlant de la structure de contrôle ou de propriété de l'administrateur d'indice de référence désigné ou de toute autre activité de celui-ci ou de membres du même groupe que lui, relativement à un indice de référence désigné qu'il administre.

b) Décrire les politiques et procédures de l'administrateur d'indice de référence désigné en vue de gérer ou d'atténuer chaque conflit d'intérêts visé au paragraphe *a*.

Rubrique 7. Politiques et procédures relatives au cadre de contrôle

Décrire le cadre de contrôle de l'administrateur d'indice de référence désigné visé à l'article 9 du règlement ainsi que les politiques et procédures conçues pour assurer la qualité de l'indice de référence désigné.

Rubrique 8. Politiques et procédures relatives aux plaintes

Décrire les politiques et procédures de l'administrateur d'indice de référence désigné en matière de plaintes.

Rubrique 9. Politiques et procédures relatives aux dossiers

Décrire les politiques et procédures de l'administrateur d'indice de référence désigné en matière de tenue de dossiers.

Rubrique 10. Fournisseurs de services impartis

Décrire les politiques et procédures de l'administrateur d'indice de référence désigné en matière d'impartition, et présenter l'information suivante sur les fournisseurs de services impartis et les personnes physiques qui les supervisent :

- le nom de chaque fournisseur de services impartis et de ses principales personnes-ressources;
- le nombre total de superviseurs de chaque fournisseur de services impartis;
- une description générale de la qualification minimale requise des fournisseurs de services impartis, pour toute impartition;
- une description générale de la qualification minimale requise des superviseurs des responsables de l'indice de référence, pour toute impartition, notamment le niveau de formation et l'expérience de travail.

Rubrique 11. Responsables de l'indice de référence

Présenter l'information suivante sur les responsables de l'indice de référence de l'administrateur d'indice de référence désigné et sur les personnes physiques qui les supervisent :

- le nombre total de responsables de l'indice de référence;
- le nombre total de superviseurs des responsables de l'indice de référence;
- une description générale de la qualification minimale requise des responsables de l'indice de référence, notamment le niveau de formation et l'expérience de travail (en établissant, le cas échéant, une distinction entre les responsables de niveaux subalterne, intermédiaire et supérieur);
- une description générale de la qualification minimale requise des superviseurs des responsables de l'indice de référence, notamment le niveau de formation et l'expérience de travail.

Rubrique 12. Dirigeant responsable de la conformité

Présenter l'information suivante sur le dirigeant de l'administrateur d'indice de référence désigné visé à l'article 7 du règlement :

- son nom;
- ses antécédents professionnels;

ANNEXE 25-102A2
FORMULAIRE ANNUEL DE L'INDICE DE RÉFÉRENCE DÉSIGNÉ

Instructions

- 1) *Les expressions utilisées mais non définies dans le formulaire ont le sens qui leur est attribué dans le règlement.*
- 2) *À moins d'indication contraire, l'information figurant dans le formulaire doit être arrêtée à la date de clôture du dernier exercice de l'administrateur d'indice de référence. Elle doit être à jour de façon à ne pas induire le lecteur en erreur au moment de sa transmission. Si l'information présentée est arrêtée à une autre date, il faut le préciser dans le formulaire.*
- 3) *Commets une infraction à la législation en valeurs mobilières quiconque présente des renseignements faux ou trompeurs dans le formulaire.*

Rubrique 1. Nom de l'administrateur d'indice de référence

Inscrire le nom de l'administrateur d'indice de référence désigné.

Rubrique 2. Indice de référence désigné

Fournir le nom de l'indice de référence désigné et indiquer s'il s'agit de l'un des types d'indices suivants :

- un taux d'intérêt de référence;
- un indice de référence essentiel;
- un indice de référence fondé sur des données réglementées.

Rubrique 3. Mode de diffusion de l'indice de référence

Décrire le mode par lequel l'administrateur d'indice de référence désigné rend l'indice de référence désigné facilement accessible, à titre onéreux ou gratuit. Si des frais s'appliquent pour y accéder, fournir un barème ou décrire les prix.

Rubrique 4. Procédures et méthodologies

Décrire les procédures et les méthodologies dont l'administrateur d'indice de référence désigné se sert pour établir l'indice de référence désigné. La description doit être suffisamment détaillée pour permettre de comprendre les processus employés pour l'établissement, et porter notamment sur les éléments suivants, s'il y a lieu :

- les sources d'information publiques et non publiques utilisées pour établir l'indice de référence désigné, dont l'information fournie par les contributeurs d'indice de référence;
- les procédures de surveillance, d'examen et de mise à jour de l'indice de référence désigné;
- les méthodologies, les politiques et les procédures visées par le règlement.

L'administrateur d'indice de référence désigné peut indiquer sur son site Web où trouver davantage d'information sur les méthodologies, les politiques et les procédures.

Rubrique 5. Code de conduite des contributeurs d'indice de référence

Si ce n'est pas déjà fait, joindre une copie du code de conduite des contributeurs d'indice de référence.

Rubrique 6. Attestation de vérification

Joindre une attestation de l'administrateur d'indice de référence désigné en la forme suivante :

« Le soussigné a signé le présent formulaire établi conformément à l'Annexe 25-102A2, Formulaire annuel de l'indice de référence désigné, au nom de [administrateur d'indice de référence désigné] et sur son autorisation. Le soussigné déclare, au nom de [administrateur d'indice de référence désigné], que les renseignements et les déclarations contenus dans le présent formulaire, y compris les appendices et les documents annexés, lesquels font partie intégrante du présent formulaire, sont exacts.

(Date)

(Nom de l'administrateur d'indice de référence désigné)

Par : _____
(Nom et titre en caractères d'imprimerie)

(Signature) ».

**ANNEXE 25-102A3
ACTE D'ACCEPTATION DE COMPÉTENCE ET DÉSIGNATION D'UN
MANDATAIRE AUX FINS DE SIGNIFICATION**

1. Nom de l'administrateur d'indice de référence désigné (l'« AIRD ») :
2. Territoire de constitution, ou équivalent, de l'AIRD :
3. Adresse de l'établissement principal de l'AIRD :
4. Nom, adresse de courriel, numéro de téléphone et numéro de télécopieur de la personne-ressource à l'établissement principal de l'AIRD :
5. Nom du mandataire aux fins de signification (le « mandataire ») :
6. Adresse du mandataire aux fins de signification au Canada :
7. Nom, adresse de courriel, numéro de téléphone et numéro de télécopieur de la personne-ressource du mandataire :
8. L'AIRD désigne et nomme le mandataire à l'adresse indiquée à la rubrique 6 comme mandataire à qui signifier tout avis, acte de procédure, citation à comparaître, sommation ou autre acte dans toute action, enquête ou instance administrative, criminelle, quasi criminelle ou autre (l'« instance ») découlant soit de l'établissement d'un indice de référence désigné administré par l'AIRD, soit des obligations de celui-ci en qualité d'administrateur d'indice de référence désigné, et renonce irrévocablement à tout droit d'invoquer en défense dans une instance quelconque l'incompétence à intenter l'instance.
9. L'AIRD accepte irrévocablement et sans réserve la compétence non exclusive, dans toute instance découlant soit de l'établissement d'un indice de référence désigné administré par lui, soit de ses obligations en qualité d'administrateur d'indice de référence désigné :
 - a) des tribunaux judiciaires et administratifs de chacune des provinces et de chacun des territoires du Canada dans lesquels il est un administrateur d'indice de référence désigné;
 - b) de toute instance administrative dans chacune de ces provinces et dans chacun de ces territoires.
10. Le présent acte d'acceptation de compétence et de désignation d'un mandataire aux fins de signification est régi par les lois [de/du] [indiquer la province ou le territoire dans lequel se trouve l'adresse du mandataire] et s'interprète conformément à ces lois.

Signature de l'administrateur d'indice de
référence désigné

Date

Nom et titre du signataire autorisé de
l'administrateur d'indice de référence désigné
(en caractères d'imprimerie)

MANDATAIRE

Je soussigné accepte la désignation comme mandataire aux fins de signification de [indiquer le nom de l'AIRD] conformément aux modalités prévues dans le présent document.

Signature du mandataire

Date

Nom du signataire autorisé et, si le mandataire n'est pas une personne physique, son titre (en caractères d'imprimerie)

INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU RÈGLEMENT 25-102 SUR LES INDICES DE RÉFÉRENCE ET LES ADMINISTRATEURS D'INDICE DE RÉFÉRENCE DÉSIGNÉS

**CHAPITRE 1
OBSERVATIONS GÉNÉRALES**

Introduction

La présente instruction générale donne des indications sur la façon dont les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (« nous ») interprètent diverses questions relatives au *Règlement 25-102 sur les indices de référence et les administrateurs d'indice de référence désignés* (insérer la référence) (le « règlement »).

Exception faite des chapitres 1 et 8, la numérotation et les intitulés des chapitres, des articles et des paragraphes de la présente instruction générale correspondent à ceux du règlement. Toute indication générale concernant un chapitre ou un article figure immédiatement après son intitulé. Les indications particulières à un article ou à un paragraphe suivent les indications générales, s'il y a lieu. En l'absence d'indications sur un chapitre ou un article, la numérotation passe à la disposition suivante qui fait l'objet d'indications.

Introduction au règlement

La législation en valeurs mobilières prévoit qu'un administrateur d'indice de référence ou un agent responsable peut demander à une autorité en valeurs mobilières la désignation d'un indice de référence ou d'un administrateur d'indice de référence. Au Québec, l'autorité en valeurs mobilières peut accorder la désignation de son propre chef. Les expressions « agent responsable » et « autorité en valeurs mobilières » sont définies dans le *Règlement 14-101 sur les définitions* (chapitre V-1.1, r. 3).

Le règlement prévoit des obligations qui s'appliquent aux administrateurs d'indice de référence désignés, aux contributeurs d'indice de référence et à certains utilisateurs d'indice de référence à l'égard des indices de référence désignés. Outre les obligations générales relatives à tout indice de référence désigné, le règlement impose des obligations visant les indices de référence essentiels désignés et les taux d'intérêt de référence désignés. Il renferme aussi des dispenses de certaines obligations pour les administrateurs d'indice de référence désignés et les contributeurs d'indice de référence en ce qui a trait aux indices de référence fondés sur des données réglementées désignés.

Lorsqu'elle désigne un indice de référence, l'autorité en valeurs mobilières délivre un document de décision en faisant foi. S'il y a lieu, ce document indiquera si l'indice de référence est un indice de référence essentiel désigné, un taux d'intérêt de référence désigné ou un indice de référence fondé sur des données réglementées désigné. Il se peut qu'un indice de référence désigné obtienne deux désignations :

- un taux d'intérêt de référence désigné peut également être un indice de référence essentiel désigné;
- un indice de référence fondé sur des données réglementées désigné peut également être un indice de référence essentiel désigné.

Comme il est indiqué ci-dessous, nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence qui demande la désignation d'un indice de référence expose par écrit les raisons pour lesquelles il estime qu'il s'agit d'un indice de référence essentiel, d'un taux d'intérêt de référence ou d'un indice de référence fondé sur des données réglementées.

Lorsqu'elle désigne un administrateur d'indice de référence, l'autorité en valeurs mobilières délivre un document de décision le désignant en tant qu'administrateur d'indice de référence désigné d'un ou de plusieurs indices de référence désignés.

Nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence qui demande, en vertu de la législation en valeurs mobilières, sa désignation ou celle d'un indice de référence fournisse par écrit les renseignements prévus à l'Annexe 25-102A1, *Formulaire annuel de l'administrateur d'indice de référence désigné*, et à l'Annexe 25-102A2, *Formulaire annuel de l'indice de référence désigné*, sous la même forme.

Définitions et interprétation

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition de l'expression « indice de référence essentiel désigné »

L'expression « indice de référence essentiel désigné » s'entend d'un indice de référence qui est désigné en tant qu'« indice de référence essentiel » par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières. Outre les obligations générales qu'il impose à l'égard de tout indice de référence désigné, le règlement prévoit à la section 1 du chapitre 8 des obligations particulières aux indices de référence essentiels désignés.

Le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières peut recommander que ces derniers désignent un indice de référence en tant qu'« indice de référence essentiel » s'il est essentiel pour les marchés financiers au Canada ou dans une région du Canada. Pour ce faire, il tiendra notamment compte des facteurs suivants :

a) l'indice de référence est utilisé directement ou indirectement dans une combinaison d'indices comme référence pour des instruments ou des contrats financiers, ou pour mesurer le rendement de fonds d'investissement, ayant une valeur totalisant au moins 400 milliards de dollars au Canada, sur la base de l'ensemble des échéances ou des durées comprises dans l'indice de référence, le cas échéant;

b) l'indice de référence remplit l'ensemble des critères suivants :

i) il est utilisé directement ou indirectement dans une combinaison d'indices de référence comme référence pour des instruments ou des contrats financiers, ou pour mesurer le rendement de fonds d'investissement, ayant une valeur totale substantielle dans un ou plusieurs territoires du Canada, sur la base de l'ensemble des échéances ou des durées comprises dans l'indice de référence, le cas échéant;

ii) il n'existe pas ou il existe très peu d'indices de référence de substitution orientés par le marché qui soient appropriés;

iii) le fait qu'il cesse d'être fourni ou qu'il soit fourni sur la base de données sous-jacentes ne suffisant plus à le rendre totalement représentatif du segment du marché ou de l'économie qu'il est censé refléter, ou sur la base de données sous-jacentes non fiables, aurait des incidences défavorables substantielles sur ce qui suit :

A) l'intégrité du marché, la stabilité financière, l'économie réelle ou le financement d'entreprises dans un ou plusieurs territoires du Canada;

B) un nombre considérable de participants dans un ou plusieurs territoires du Canada.

Pour l'application du paragraphe a et du sous-paragraphe i du paragraphe b, le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières tiendra notamment compte de l'encours des titres de créance et de l'encours notionnel des dérivés pour lesquels l'indice de référence sert de référence, ainsi que de la valeur liquidative des fonds d'investissement qui renvoient à l'indice de référence pour mesurer leur rendement.

La liste de facteurs ci-dessus n'est pas exhaustive. La présence de l'un de ces facteurs pris isolément ne permet pas de conclure nécessairement qu'un indice de référence est un indice de référence essentiel. Plutôt, le personnel entend suivre une approche globale prenant en considération tous les facteurs pertinents.

Nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence qui demande la désignation d'un indice de référence en vertu de la législation en valeurs mobilières expose par écrit, avec sa demande, les raisons pour lesquelles l'indice devrait être désigné en tant qu'indice de référence essentiel.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition de l'expression « taux d'intérêt de référence désigné »

L'expression « taux d'intérêt de référence désigné » s'entend d'un indice de référence qui est désigné en tant que « taux d'intérêt de référence » par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières. Outre les obligations générales qu'il impose à l'égard de tout indice de référence désigné, le règlement prévoit à la section 2 du chapitre 8 des obligations particulières aux taux d'intérêt de référence désignés.

Le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières peut recommander que ces derniers désignent un indice de référence en tant que « taux d'intérêt de référence » s'il sert à fixer les taux d'intérêt de titres de créance ou sert par ailleurs de référence pour des dérivés ou d'autres instruments. Pour ce faire, il tiendra notamment compte des facteurs suivants :

a) l'indice de référence est établi en fonction du taux auquel les institutions financières peuvent, sur le marché monétaire, prêter des fonds à d'autres institutions financières, ou à des participants au marché autres que des institutions financières, ou leur emprunter des fonds;

b) l'indice de référence est fondé sur les réponses à un sondage sur les taux acheteurs fournis par des institutions financières qui acceptent couramment des acceptations bancaires émises par des emprunteurs et qui sont des teneurs de marché pour ce type d'instrument, soit directement, soit par l'entremise d'une entité du même groupe.

La liste ci-dessus n'est pas exhaustive.

Nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence qui demande la désignation d'un indice de référence en vertu de la législation en valeurs mobilières expose par écrit, avec sa demande, les raisons pour lesquelles l'indice devrait être désigné en tant que taux d'intérêt de référence.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition de l'expression « indice de référence fondé sur des données réglementées désigné »

L'expression « indice de référence fondé sur des données réglementées désigné » s'entend d'un indice de référence qui est désigné en tant qu'« indice de référence fondé sur des données réglementées » par décision ou ordonnance de l'agent responsable, sauf au Québec, ou de l'autorité en valeurs mobilières. Dans le cas de tels indices, les administrateurs d'indice de référence et les contributeurs d'indice de référence sont dispensés de certaines obligations en matière de gouvernance et de contrôle se rapportant à la fourniture de données sous-jacentes (voir la section 3 du chapitre 8 du règlement).

Le personnel d'un agent responsable ou d'une autorité en valeurs mobilières peut recommander que ces derniers désignent un indice de référence en tant qu'« indice de référence fondé sur des données réglementées » s'il est établi par application d'une formule reposant sur les éléments suivants :

a) les données sous-jacentes fournies exclusivement et directement par :

i) les entités suivantes, mais seulement à l'égard des données de transaction se rapportant aux valeurs mobilières ou aux dérivés :

A) une bourse reconnue dans un territoire du Canada ou une bourse soumise à une réglementation appropriée à l'étranger;

B) un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu dans un territoire du Canada ou un système de cotation et de déclaration d'opérations soumis à une réglementation appropriée à l'étranger;

C) un système de négociation parallèle inscrit à titre de courtier dans un territoire du Canada et membre d'une entité d'autorégulation, ou un système de négociation parallèle soumis à une réglementation appropriée à l'étranger;

D) toute entité analogue à celles visées aux dispositions A à C et soumise à une réglementation appropriée dans un territoire du Canada ou à l'étranger;

ii) un fournisseur de services auquel l'administrateur d'indice de référence désigné a imparti la collecte de données conformément à l'article 14 du règlement, si ce fournisseur obtient les données exclusivement et directement d'une entité visée au sous-paragraphe *i*;

b) la valeur liquidative des fonds d'investissement qui sont émetteurs assujettis dans un territoire du Canada ou soumis à une réglementation appropriée à l'étranger.

Nous nous attendons à que l'administrateur d'indice de référence qui demande la désignation d'un indice de référence en vertu de la législation en valeurs mobilières expose par écrit, avec sa demande, les raisons pour lesquelles l'indice devrait être désigné en tant qu'indice de référence fondé sur des données réglementées.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition de l'expression « jugement d'expert »

L'expression « jugement d'expert » s'entend de l'appréciation discrétionnaire exercée par les personnes suivantes :

- l'administrateur d'indice de référence désigné à l'égard de l'utilisation de données sous-jacentes dans l'établissement d'un indice de référence;
- un contributeur d'indice de référence à l'égard de la fourniture de données sous-jacentes.

L'exercice du jugement d'expert peut englober diverses activités, dont les suivantes :

- l'extrapolation de valeurs à partir de transactions antérieures ou connexes;
- l'ajustement des valeurs selon des facteurs susceptibles d'influer sur la qualité des données, comme des événements de marché ou la dégradation de la qualité du crédit d'un acheteur ou d'un vendeur;
- l'attribution d'un plus grand poids aux données liées aux offres d'achat ou de vente qu'aux transactions conclues pertinentes.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition de l'expression « données sous-jacentes »

L'expression « données sous-jacentes » s'entend des données relatives à la valeur ou au prix d'un ou de plusieurs actifs ou éléments sous-jacents qu'utilise l'administrateur d'indice de référence désigné pour établir l'indice de référence désigné. Il peut s'agir, par exemple, de prix estimatifs, de cotations, de cotations fermes ou d'autres valeurs.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition des expressions « rapport d'assurance limitée sur la conformité » et « rapport d'assurance raisonnable sur la conformité »

Le « rapport d'assurance limitée sur la conformité » et le « rapport d'assurance raisonnable sur la conformité » doivent être préparés conformément aux Normes canadiennes de missions de certification (NCMC), lesquelles exigent que l'expert-comptable qui les prépare soit indépendant.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Définition de l'expression « données de transaction »

L'expression « données de transaction » s'entend des données relatives à un prix, à un taux, à un indice ou à une valeur représentant des transactions entre des contreparties non membres du même groupe dans un marché actif soumis aux forces concurrentielles de l'offre et de la demande.

Nous précisons ce qui suit :

- les données de transaction engloberaient les données publiées ou affichées qui sont diffusées dans le public en général ou sur abonnement;
- la mention « marché actif soumis aux forces concurrentielles de l'offre et de la demande » engloberait le marché sur lequel ont lieu, ou sont déclarées, des transactions entre des parties sans lien de dépendance selon une fréquence et un volume suffisants pour fournir de façon continue de l'information sur le prix. Cette mention est distincte et différente de toute définition à des fins comptables.

Paragraphe 1 de l'article 1 – Interprétation de certaines définitions

Les définitions de chacune des expressions suivantes sont considérées comme s'appliquant uniquement à l'égard de l'indice de référence désigné auquel elles se rapportent :

- « administrateur d'indice de référence »;
- « administrateur d'indice de référence désigné »;
- « contributeur d'indice de référence »;
- « donnée de transaction »;
- « données sous-jacentes »;
- « membre de l'AIRD »;
- « personne physique contributrice »;
- « responsable de l'indice de référence »;
- « utilisateur d'indice de référence ».

Sous-paragraphe a du paragraphe 3 de l'article 1 – Interprétation de la fourniture de données sous-jacentes

Le sous-paragraphe *a* du paragraphe 3 de l'article 1 du règlement prévoit que les données sous-jacentes sont considérées comme fournies lorsque les conditions suivantes sont réunies :

- i)* elles ne sont pas raisonnablement accessibles aux personnes suivantes :
 - A) l'administrateur d'indice de référence désigné;
 - B) une autre personne en vue de les fournir à cet administrateur;

ii) elles sont transmises à l'administrateur d'indice de référence désigné ou à la personne visée au sous-paragraphe B du paragraphe *i* ci-dessus afin d'établir un indice de référence.

Selon nous, la mention « ne sont pas raisonnablement accessibles » engloberait les situations dans lesquelles les données sous-jacentes ne sont pas publiées ni autrement accessibles à l'administrateur d'indice de référence désigné malgré des efforts

raisonnables, selon des modalités raisonnables ou à un coût raisonnable, de sorte que l'administrateur doit les obtenir d'un contributeur d'indice de référence y ayant accès. Par exemple, un taux d'intérêt de référence peut être fondé sur un sondage réalisé par l'administrateur d'indice de référence sur les taux acheteurs fournis par des contributeurs d'indice de référence qui sont des institutions financières acceptant couramment des acceptations bancaires émises par des emprunteurs et agissant comme teneurs de marché pour ce type d'instrument, soit directement, soit par l'entremise d'une entité du même groupe.

Paragraphe 4 de l'article 1 – Définitions des expressions « administrateur d'indice de référence », « contributeur d'indice de référence », « indice de référence » et « utilisateur d'indice de référence » à l'Annexe A

Le paragraphe 4 de l'article 1 du règlement indique que les définitions prévues à l'Annexe A s'appliquent au règlement. L'annexe en question définit les expressions « administrateur d'indice de référence », « contributeur d'indice de référence », « indice de référence » et « utilisateur d'indice de référence ». Toutefois, le paragraphe 5 du même article précise que le paragraphe 4 ne s'applique pas dans **• [Remarque : Dans la version définitive du règlement, nous comptons insérer la liste des territoires n'ayant pas inclus ces expressions définies à l'Annexe A dans leur législation en valeurs mobilières]**. Ces expressions sont définies dans la législation en valeurs mobilières des autres territoires du Canada.

Aux termes de la définition, un indice de référence est « un prix, une estimation, un taux, un indice ou une valeur ». Nous assimilons à un « indice » tout indicateur qui remplit les conditions suivantes :

- il est mis à la disposition du public;
- il est déterminé régulièrement comme suit :
 - entièrement ou partiellement par application d'une formule ou d'une autre méthode de calcul;
 - en fonction de la valeur ou du prix d'un ou de plusieurs actifs ou éléments sous-jacents.

**CHAPITRE 2
TRANSMISSION D'INFORMATION**

Article 2 – IFRS, Manuel de l'ICCA, NAGR canadiennes, Normes internationales d'audit et PCGR canadiens

L'article 2 du règlement mentionne les « IFRS », les « NAGR canadiennes », les « Normes internationales d'audit », le « Manuel de l'ICCA » et les « PCGR canadiens », expressions qui sont définies dans le *Règlement 14-101 sur les définitions*.

Disposition ii du sous-paragraphe a du paragraphe 7 de l'article 2 – PCGR canadiens applicables aux entreprises à capital fermé

Sous réserve de certaines conditions, la disposition ii du sous-paragraphe a du paragraphe 7 de l'article 2 du règlement permet que les états financiers annuels audités de l'administrateur d'indice de référence désigné soient établis selon les PCGR canadiens applicables aux entreprises à capital fermé, soit les normes comptables canadiennes pour les entreprises à capital fermé figurant à la Partie II du Manuel de l'ICCA.

CHAPITRE 3 GOUVERNANCE

Paragraphe 1 de l'article 7 – Mention de la législation en valeurs mobilières relativement aux indices de référence

La mention de la « législation en valeurs mobilières relativement aux indices de référence » au paragraphe 1 de l'article 7 du règlement vise le règlement et les dispositions de la législation en valeurs mobilières locale en matière d'indice de référence. L'expression « législation en valeurs mobilières » est définie dans le *Règlement 14-101 sur les définitions*.

Paragraphe 7 de l'article 8 – Information sur un indice de référence désigné

Nous considérons que la mention de l'« information relative à un indice de référence désigné » au paragraphe 7 de l'article 8 du règlement englobe l'établissement quotidien ou périodique de l'indice de référence désigné conformément à sa méthodologie, ainsi que toute autre information.

Paragraphe 8 de l'article 8 – Obligations du comité de surveillance de l'administrateur d'indice de référence désigné

Le paragraphe 8 de l'article 8 du règlement exige que le comité de surveillance de l'administrateur d'indice de référence désigné s'acquitte de certaines obligations. Nous nous attendons à ce qu'il le fasse d'une manière reflétant raisonnablement la nature particulière de l'indice de référence désigné, dont sa complexité, son usage et sa vulnérabilité.

Sous-paragraphe e du paragraphe 8 de l'article 8 – Agents de calcul ou de diffusion

En vertu du sous-paragraphe e du paragraphe 8 de l'article 8 du règlement, le comité de surveillance de l'administrateur d'indice de référence désigné est tenu de surveiller tout fournisseur de services participant à la fourniture ou à la diffusion de l'indice, y compris les agents de calcul ou de diffusion. Nous précisons ce qui suit :

- l'expression « agent de diffusion » s'entend d'une personne à laquelle est déléguée la responsabilité de diffuser l'indice de référence désigné aux utilisateurs d'indice de référence conformément aux directives de l'administrateur d'indice de référence désigné à l'égard de l'indice, y compris tout examen, tout ajustement et toute modification du processus de diffusion;
- l'expression « agent de calcul » s'entend d'une personne à laquelle est déléguée la responsabilité d'établir l'indice de référence désigné par application d'une formule ou d'une autre méthode de calcul de l'information ou de compilation des opinions obtenues à cette fin, conformément à la méthodologie prévue par l'administrateur d'indice de référence désigné à l'égard de l'indice.

L'expression « agent de diffusion » ne viserait pas les personnes suivantes :

- un diffuseur qui paie un droit de licence pour publier un indice de référence en vertu d'une licence de publication non exclusive;
- un diffuseur qui paie un droit de licence pour publier un indice de référence en vertu d'une licence de publication exclusive si l'administrateur d'indice de référence rend également l'indice public par d'autres moyens.

Disposition iii du sous-paragraphe i du paragraphe 8 de l'article 8 – Manquements significatifs du contributeur d'indice de référence au code de conduite

Nous considérons que la mention « manquement significatif » au code de conduite dans la disposition iii du sous-paragraphe i du paragraphe 8 de l'article 8 du règlement viserait les manquements significatifs et non négligeables susceptibles de toucher l'indice

de référence désigné, tel qu'il est établi, ou encore l'intégrité ou la réputation de l'indice de référence désigné.

Article 9 – Cadre de contrôle pour l'administrateur d'indice de référence désigné et contrôles pour les contributeurs d'indice de référence

L'article 9 du règlement exige que l'administrateur d'indice de référence désigné établisse un cadre de contrôle assurant la fourniture de l'indice de référence désigné conformément au règlement. De même, le paragraphe 2 de l'article 25 du règlement oblige le contributeur d'indice de référence qui contribue à un indice de référence désigné à se doter de contrôles raisonnablement conçus pour assurer l'exactitude et l'exhaustivité de chaque fourniture de données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné, notamment des contrôles régissant la fourniture conformément au présent règlement.

Nous nous attendons à ce que le cadre de contrôle prévu au paragraphe 1 de l'article 9 et les contrôles prévus au paragraphe 2 de l'article 25 du règlement soient proportionnels aux éléments suivants :

- le niveau de conflits d'intérêts détectés relativement à l'indice de référence désigné, à l'administrateur d'indice de référence désigné ou au contributeur d'indice de référence;
- l'étendue du jugement d'expert exercé dans la fourniture de l'indice de référence désigné;
- la nature des données sous-jacentes à l'indice de référence désigné.

Lors de l'établissement du cadre de contrôle en vertu du paragraphe 1 de l'article 9 du règlement, nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence désigné tienne compte des contrôles que les contributeurs d'indice de référence ont mis en place conformément au paragraphe 2 de l'article 25 du règlement.

Le cadre de contrôle et les contrôles utilisés devraient être conformes aux indications en la matière publiées par un organisme ou un groupe ayant suivi un processus d'élaboration comportant, notamment, une consultation publique.

Voici des exemples d'indications que l'administrateur d'indice de référence désigné ou le contributeur d'indice de référence pourrait suivre :

- a) *Gestion des risques et gouvernance : Recommandations sur le contrôle*, publié par Comptables professionnels agréés du Canada;
- b) *Internal Control – Integrated Framework* (cadre COSO), publié par The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO);
- c) *Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting*, publié par le Financial Reporting Council du Royaume-Uni.

Dans ces exemples d'indications adéquates, la définition ou l'interprétation de l'expression « contrôle interne » englobe les contrôles de la conformité aux lois et règlements applicables.

Paragraphe 5 de l'article 9 – Signalement des incidents de sécurité significatifs

Le paragraphe 5 de l'article 9 du règlement prévoit que l'administrateur d'indice de référence désigné doit aviser rapidement l'agent responsable, sauf au Québec, ou l'autorité en valeurs mobilières par écrit de tout incident de sécurité significatif ou de tout problème de système significatif touchant tout indice de référence désigné qu'il administre. Une panne, un défaut de fonctionnement, un retard ou un autre incident ou problème est considéré comme un « incident de sécurité significatif » ou un « problème de sécurité significatif » si, dans le cours normal des activités, l'administrateur d'indice de référence

désigné en informe ou en saisit ses membres de la haute direction responsables de la technologie.

Paragraphe 2 de l'article 11 – Obligations en matière de conflits d'intérêts visant les administrateurs d'indice de référence désignés

Selon le paragraphe 2 de l'article 11 du règlement, l'administrateur d'indice de référence désigné qui prend connaissance d'un conflit d'intérêts ou d'un risque de conflit d'intérêts entre, d'une part, les activités relatives à l'indice de référence désigné et celles des responsables de l'indice de référence et, d'autre part, une autre partie de ses activités doit établir, consigner, maintenir et appliquer des politiques et des procédures pour opérer une séparation organisationnelle entre ces activités et cette autre partie.

Nous nous attendons à ce que, dans l'examen de la nature et de la portée d'un tel conflit d'intérêts, l'administrateur d'indice de référence désigné tienne compte de ce qui suit :

- la fourniture d'indices de référence implique souvent une appréciation discrétionnaire lors de leur établissement et est intrinsèquement sujette à certains types de conflits d'intérêts, ce qui suppose l'existence d'une diversité d'occasions de manipulation des indices de référence et d'incitations à le faire;
- afin de garantir l'intégrité des indices de référence désignés, les administrateurs d'indice de référence désignés devraient mettre en œuvre des dispositifs de gouvernance adéquats en vue de contrôler ces conflits d'intérêts et de préserver la confiance dans l'intégrité de ces indices.

Par exemple, l'administrateur d'indice de référence désigné qui relève un tel conflit d'intérêts devrait veiller à ce que les personnes chargées de l'administration de l'indice de référence désigné remplissent les conditions suivantes :

- elles travaillent dans des locaux sécurisés et séparés de ceux des personnes exerçant d'autres activités professionnelles;
- elles relèvent d'une personne dont le supérieur est un membre de la haute direction n'assumant aucune responsabilité liée aux autres activités commerciales.

Paragraphe 1 de l'article 12 – Signalement des infractions

Le paragraphe 1 de l'article 12 du règlement prévoit que l'administrateur d'indice de référence désigné doit établir, consigner, maintenir et appliquer des systèmes et des contrôles raisonnablement conçus pour détecter et signaler à l'agent responsable, sauf au Québec, ou à l'autorité en valeurs mobilières toute conduite d'un membre de l'AIRD ou d'un contributeur d'indice de référence qui est susceptible d'impliquer une manipulation ou une tentative de manipulation d'un indice de référence désigné. Nous nous attendons à ce que les systèmes et les contrôles de l'administrateur lui permettent de fournir toute l'information pertinente à l'agent responsable ou à l'autorité en valeurs mobilières.

Sous-paragraphe c du paragraphe 2 de l'article 13 – Procédures de l'administrateur d'indice de référence désigné en matière de traitement des plaintes

Le sous-paragraphe c du paragraphe 2 de l'article 13 du règlement prévoit que l'administrateur d'indice de référence désigné doit communiquer le résultat de l'examen d'une plainte au plaignant dans un délai raisonnable.

Nous nous attendons à ce que, lors de l'établissement des politiques et des procédures de traitement des plaintes relatives à l'indice de référence désigné en vertu du paragraphe 1 de l'article 13 du règlement, l'administrateur d'indice de référence désigné précise un délai cible pour la réalisation des examens.

L'administrateur d'indice de référence désigné peut, au cas par cas, demander une dispense de l'application du sous-paragraphe c du paragraphe 2 de l'article 13 du règlement

lorsqu'une telle communication serait gravement préjudiciable à ses intérêts ou violerait des dispositions de confidentialité.

Article 14 – Impartition par l'administrateur d'indice de référence désigné

L'article 14 du règlement prévoit les obligations qui incombent à l'administrateur d'indice de référence désigné en matière d'impartition. Pour l'application de la législation en valeurs mobilières, l'administrateur demeure responsable de la conformité au règlement en cas d'impartition.

Sous-paragraphe c du paragraphe 2 de l'article 14 – Contrat d'impartition écrit

Selon le sous-paragraphe *c* du paragraphe 2 de l'article 14 du règlement, les politiques et les procédures de l'administrateur d'indice de référence désigné en matière d'impartition doivent être raisonnablement conçues pour assurer qu'il conclut avec le fournisseur de services un contrat écrit remplissant les conditions prévues aux dispositions *i* à *v* de ce sous-paragraphe. La mention « contrat écrit » s'entend d'un ou de plusieurs contrats écrits.

CHAPITRE 4 DONNÉES SOUS-JACENTES ET MÉTHODOLOGIE

Paragraphe 4 de l'article 16 – Fonction de salle des marchés d'un contributeur d'indice de référence

Selon le paragraphe 4 de l'article 16 du règlement, l'expression « fonction de salle des marchés » d'un contributeur d'indice de référence ou d'une entité du même groupe que lui s'entend d'un service, d'une division, d'un groupe ou de membres du personnel qui exercent une activité de tarification, de négociation, de vente, de commercialisation, de promotion publicitaire, de démarchage, de structuration ou de courtage. En général, nous considérons que le personnel de la salle des marchés est celui qui génère des revenus pour le contributeur d'indice de référence ou l'entité du même groupe.

Sous-paragraphe e du paragraphe 1 de l'article 17 – Établissement selon la méthodologie

Le sous-paragraphe *e* du paragraphe 1 de l'article 17 du règlement prévoit qu'il doit être possible de vérifier l'exactitude et l'exhaustivité de l'établissement de l'indice de référence désigné selon la méthodologie.

L'établissement d'un indice selon une méthodologie reposant sur de l'information telle que des données sous-jacentes est exact et exhaustif s'il remplit les conditions suivantes :

- il peut être clairement lié à de l'information originale;
- il peut être lié à de l'information complémentaire, mais distincte.

Par exemple, dans le cas d'un taux d'intérêt de référence établi quotidiennement et calculé en tant que moyenne arithmétique des taux acheteurs fournis par des institutions financières qui acceptent couramment des acceptations bancaires et sont des teneurs de marché pour ce type d'instrument, l'établissement quotidien est exact et exhaustif si les conditions suivantes sont réunies :

- le calcul peut être clairement lié aux taux fournis par les institutions financières et consignés par l'administrateur d'indice de référence;
- les registres tenus par l'administrateur sur les taux fournis par les institutions financières peuvent être rapprochés de ceux des institutions financières en question.

Sous-paragraphe a du paragraphe 2 de l'article 17 – Caractéristiques applicables à prendre en compte dans la méthodologie

Le sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 17 du règlement prévoit que l'administrateur d'indice de référence désigné doit tenir compte, dans l'élaboration de la méthodologie, de toutes les caractéristiques applicables du segment du marché ou de l'économie que l'indice de référence désigné est censé refléter.

Dans ce contexte, nous considérons que les « caractéristiques applicables » comprennent ce qui suit :

- la taille et la liquidité raisonnablement prévue du marché;
- la transparence des opérations et les positions des participants sur le marché;
- la concentration du marché;
- la dynamique du marché;
- l'adéquation de tout échantillon à représenter raisonnablement le segment du marché ou de l'économie que l'indice de référence désigné est censé refléter.

Paragraphe 1 de l'article 18 – Projets de modification significative et mise en œuvre de modifications significatives de la méthodologie

Selon le paragraphe 1 de l'article 18 du règlement, l'administrateur d'indice de référence désigné doit se doter de politiques prévoyant la publication d'un avis de tout projet de modification significative ou de la mise en œuvre de toute modification significative de la méthodologie d'un indice de référence désigné.

Dans l'information à fournir sur la méthodologie en vertu de l'article 19, le sous-paragraphe *e* du paragraphe 1 de l'article 19 du règlement prévoit que l'administrateur d'indice de référence désigné doit publier des exemples de types de modifications qui pourraient constituer une modification significative de la méthodologie.

Nous estimons qu'un avis suffisant a été donné dans ces contextes lorsque le projet de modification significative ou la mise en œuvre de la modification significative de la méthodologie sont publiés sur le site Web de l'administrateur d'indice de référence désigné, accompagnés d'un communiqué au sujet de la publication. Il est de bonne pratique que l'administrateur établisse une liste de distribution électronique à laquelle les parties qui souhaitent recevoir ces avis par courrier électronique ont le choix de s'abonner.

CHAPITRE 5 INFORMATION À FOURNIR

Paragraphe 2 de l'article 20 – Déclaration relative à l'indice de référence

Énoncés aux sous-paragraphe *a* à *l* du paragraphe 2 de l'article 20 du règlement, les éléments de la déclaration relative à l'indice de référence visent à favoriser la transparence auprès des utilisateurs d'indice de référence afin qu'ils comprennent l'objet et les limites de l'indice de référence ainsi que la façon dont l'administrateur d'indice de référence désigné appliquera la méthodologie nécessaire à sa fourniture. L'administrateur devrait, lorsqu'il rédige la déclaration, viser à ce que les utilisateurs d'indice de référence disposent de suffisamment d'information pour comprendre ce que l'indice de référence est censé refléter et décider s'ils veulent commencer ou continuer à l'utiliser.

Sous-paragraphe a du paragraphe 2 de l'article 20 – Segment du marché ou de l'économie applicable aux fins de la déclaration relative à l'indice de référence

Selon le sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 de l'article 20 du règlement, la déclaration relative à un indice de référence désigné doit comporter une description du

segment du marché ou de l'économie que l'indice est censé refléter. Il s'agit d'établir l'objet de l'indice.

Par exemple, un taux d'intérêt de référence peut avoir pour objet de refléter le coût du crédit interbancaire non garanti et de servir de taux d'intérêt de référence pour les conventions de prêts interbancaires. Dans cet exemple, le taux est considéré comme problématique dans les situations suivantes :

- le type de taux de crédit bancaire préférentiel que l'indice de référence est censé refléter n'est pas clair;
- la méthode de calcul ne fonctionne pas bien en période de faible liquidité.

CHAPITRE 6 CONTRIBUTEURS D'INDICE DE RÉFÉRENCE

Observations générales

Le chapitre 6 du règlement contient des dispositions applicables aux contributeurs d'indice de référence à l'égard des indices de référence désignés. Des obligations particulières s'appliquent aussi à ceux-ci relativement aux indices suivants :

- les indices de référence essentiels désignés (voir les articles 31 et 34 du règlement);
- les taux d'intérêt de référence désignés (voir les articles 38, 39 et 40 du règlement).

En [●][**Note : nous inscrirons la liste des territoires concernés au moment de la publication finale du règlement**], la législation en valeurs mobilières désigne par l'expression « contributeur d'indice de référence » toute personne qui se livre ou participe à la fourniture de renseignements qui serviront à un administrateur d'indice de référence pour établir un indice de référence. Cette définition englobe toute personne qui fournit de l'information concernant un indice de référence désigné, que ce soit volontairement, en vertu d'un contrat ou autrement.

En [●][**Note : nous inscrirons la liste des territoires concernés au moment de la publication finale du règlement**], la législation en valeurs mobilières prévoit que l'autorité en valeurs mobilières peut, en réponse à une demande émanant de l'agent responsable ou, au Québec, de son propre chef, exiger qu'une personne fournisse de l'information à l'administrateur d'indice de référence désigné relativement à un indice de référence désigné si cela est dans l'intérêt public. On peut, par exemple, enjoindre à une personne de fournir de l'information à un administrateur d'indice de référence désigné aux fins de l'établissement d'un indice de référence essentiel désigné. Dans ce cas, la personne serait, en tant que contributeur d'indice de référence, assujettie aux dispositions générales du règlement visant les contributeurs d'indice de référence ainsi qu'aux dispositions applicables à ceux d'entre eux qui contribuent à un indice de référence essentiel désigné. Toutefois, certaines de ces dispositions ne s'appliquent que si des données sous-jacentes sont considérées comme fournies au sens du sous-paragraphe *a* du paragraphe 3 de l'article 1 du règlement.

Disposition *vi* du sous-paragraphe *f* du paragraphe 2 de l'article 24 – Données sous-jacentes inexactes ou incomplètes

En vertu de la disposition *vi* du sous-paragraphe *f* du paragraphe 2 de l'article 24 du règlement, le code de conduite du contributeur d'indice de référence doit prévoir l'obligation pour celui-ci de signaler toute situation dans laquelle une personne raisonnable pourrait croire qu'une personne physique contributrice, agissant au nom de ce contributeur ou d'un autre, a fourni des données sous-jacentes inexactes ou incomplètes. Pour satisfaire à ces obligations, nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence désigné envisage de fournir des indicateurs pouvant servir à déceler les données sous-jacentes qui sont inexactes ou incomplètes, d'après l'expérience antérieure. Les

indicateurs devraient raisonnablement refléter les particularités de l'indice de référence désigné, notamment sa complexité, son usage et sa vulnérabilité.

Paragraphe 3 de l'article 24 – Respect du code de conduite

Nous nous attendons à ce que l'administrateur d'indice de référence désigné, lorsqu'il établit les politiques et procédures requises en vertu du paragraphe 3 de l'article 24 du règlement, examine les particularités de l'indice de référence désigné, notamment sa complexité, son usage et sa vulnérabilité. Par exemple, les politiques et procédures peuvent prévoir l'utilisation d'attestations de vérification signées par un dirigeant du contributeur d'indice de référence et des inspections sur le terrain menées par le personnel du service de conformité interne, tous indépendants des unités d'exploitation dont les activités sont assujetties au code de conduite.

Sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 25 – Obligations des contributeurs d'indice de référence en matière de conflit d'intérêts

Selon le sous-paragraphe a du paragraphe 1 de l'article 25 du règlement, le contributeur d'indice de référence qui contribue à un indice de référence désigné doit établir, consigner, maintenir et appliquer des politiques et des procédures raisonnablement conçues pour garantir qu'aucun conflit d'intérêts le touchant, ou touchant ses salariés, ses dirigeants et ses mandataires, n'a d'incidence significative sur la fourniture de données sous-jacentes par lui, si, de l'avis d'une personne raisonnable, leur fourniture peut être inexacte ou incomplète.

Nous nous attendons à ce que, lorsqu'il évalue la portée de tels conflits d'intérêts, le contributeur d'indice de référence tienne compte des points suivants :

- les contributeurs d'indice de référence qui fournissent des données sous-jacentes à des indices de référence peuvent souvent opérer une appréciation discrétionnaire et s'exposent à des risques de conflits d'intérêts, de sorte qu'ils sont susceptibles d'être la source de manipulations;
- les conflits d'intérêts doivent donc être gérés ou atténués de manière à ce qu'ils n'aient pas d'incidence sur les données sous-jacentes.

Par exemple, si le contributeur d'indice de référence relève un conflit d'intérêts touchant une autre partie de ses activités, il devrait s'assurer que les personnes responsables de la fourniture des données sous-jacentes à l'administrateur d'indice de référence désigné pour établir l'indice de référence désigné respectent les conditions suivantes :

- elles travaillent dans des locaux sécurisés et séparés de ceux des personnes qui exercent cette autre partie des activités;
- elles relèvent d'une personne dont le supérieur est un membre de la haute direction n'assumant aucune responsabilité liée à cette autre partie des activités.

Paragraphe 2 de l'article 25 – Exactitude et exhaustivité des données sous-jacentes

Nous nous attendons à ce que le contributeur d'indice de référence, lorsqu'il établit les politiques, les procédures et les contrôles visés au paragraphe 2 de l'article 25 du règlement, examine les particularités de l'indice de référence désigné, notamment sa complexité, son usage et sa vulnérabilité ainsi que les systèmes et contrôles qui assureraient l'exactitude et l'exhaustivité des données sous-jacentes.

Sous-paragraphe a du paragraphe 3 de l'article 25 – Exercice du jugement d'expert

Nous nous attendons à ce que le contributeur d'indice de référence, lorsqu'il établit les politiques et les procédures visées au sous-paragraphe a du paragraphe 3 de l'article 25 du règlement, examine les particularités de l'indice de référence désigné, notamment sa complexité, son usage et sa vulnérabilité ainsi que la nature de ses données sous-jacentes.

Paragraphe 1 de l'article 26 – Dirigeant responsable de la conformité du contributeur d'indice de référence

En vertu du paragraphe 1 de l'article 26 du règlement, le contributeur d'indice de référence contribuant à un indice de référence désigné nomme un dirigeant chargé de surveiller et d'évaluer la conformité de la conduite du contributeur et de ses salariés au code de conduite visé à l'article 24 et au règlement, ainsi qu'aux dispositions de la législation en valeurs mobilières relatives aux indices de référence. Le dirigeant peut mener ces activités à temps partiel, mais devrait être indépendant des personnes participant à l'établissement et à la fourniture des données sous-jacentes.

CHAPITRE 7 TENUE DE DOSSIERS

Sous-paragraphe h du paragraphe 2 de l'article 27 – Consignation des communications

L'expression « communications », au sous-paragraphe h du paragraphe 2 de l'article 27 du règlement, englobe notamment les conversations téléphoniques, les courriels et d'autres communications électroniques.

CHAPITRE 8 TAUX D'INTÉRÊT DE RÉFÉRENCE DÉSIGNÉS

Paragraphe 1 de l'article 35 – Données exactes et suffisantes pour les taux d'intérêt de référence désignés

Le paragraphe 1 de l'article 35 du règlement établit l'ordre de priorité des données sous-jacentes servant à l'établissement d'un taux d'intérêt de référence désigné. Les cotations fermes, les cotations indicatives et les jugements d'expert y sont mentionnés. En l'absence de données de transaction fiables pour l'établissement d'un taux d'intérêt de référence désigné, nous sommes d'avis que les cotations fermes devraient avoir préséance sur les cotations non fermes ou indicatives et sur les jugements d'expert.

Selon nous, est « ferme » la cotation exécutable par l'autre partie à la transaction potentielle. La partie qui fournit la cotation annonce sa volonté de conclure des transactions aux cours acheteur et vendeur applicables et accepte, si la transaction est réalisée, de le faire au cours convenu dans la cotation, et ce, jusqu'à concurrence de la quantité maximale qui y est prévue.

Selon nous, est « indicative » la cotation qui n'est pas exécutable immédiatement par l'autre partie à la transaction potentielle. Les cotations indicatives sont habituellement fournies avant que les parties négocient le cours ou la quantité auxquels la transaction potentielle sera exécutée.

Paragraphe 1 de l'article 37 – Rapport d'assurance à l'égard d'un taux d'intérêt de référence désigné

Selon le paragraphe 1 de l'article 37 du règlement, l'administrateur d'indice de référence désigné doit engager un expert-comptable chargé de fournir, selon les modalités établies par le comité de surveillance visé à l'article 8, un rapport d'assurance limitée sur la conformité ou un rapport d'assurance raisonnable sur la conformité concernant son respect de certains articles du règlement et de la méthodologie à l'égard de chaque taux d'intérêt de référence désigné qu'il administre.

Le rapport visé au paragraphe 1 de l'article 37 diffère de celui du dirigeant visé au sous-paragraphe b du paragraphe 3 de l'article 7 du règlement. L'administrateur d'indice de référence désigné qui administre un taux d'intérêt de référence désigné est tenu de satisfaire à ces deux dispositions.

Draft Regulation

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (9.2.1), (9.3), (9.5) and (9.6), and s. 331.2)

Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, chapter V-1.1, the following Regulation, the text of which is published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 90 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators*

The *Policy Statement to Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators* is also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **June 12, 2019**, to the following:

M^e Anne-Marie Beaudoin
Corporate Secretary
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 4^e étage
C.P. 246, Place Victoria
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Fax: (514) 864-6381
E-mail: consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Further information

Further information is available from:

Serge Boisvert
Senior Policy Advisor
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, ext. 4358
Toll-free: 1 877 525-0337
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
Derivatives Product Analyst
Autorité des marchés financiers
514 395-0337, ext. 4323
Toll-free: 1 877 525-0337
roland.geiling@lautorite.qc.ca

March 14, 2019

CSA Notice of Consultation

Draft Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators

Draft Policy Statement to Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators

March 14, 2019

Introduction

The Canadian Securities Administrators (the **CSA** or **we**) are publishing the following for a 90-day comment period, expiring on June 12, 2019:

- draft *Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators* (the **Draft Regulation**), and
- draft *Policy Statement to Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators* (the **Draft Policy Statement**).

Collectively, the Draft Regulation and the Draft Policy Statement are referred to as the **Draft Materials** in this Notice.

The text of the Draft Regulation and the Draft Policy Statement is published with this Notice and will also be available on websites of CSA jurisdictions, including:

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
nssc.novascotia.ca
www.fcnb.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.sk.ca
www.mbsecurities.ca

We are issuing this Notice to solicit comments on the Draft Materials. We welcome all comments on this publication and have also included specific questions in the “Request for Comments” section below.

Currently, benchmarks, and persons that administer them, contribute data that is used to determine them, and use them, are not subject to formal securities regulatory requirements or oversight in Canada. However, as the importance of benchmarks continues to increase in Canadian capital markets, and because misconduct involving benchmarks has led to significant negative impacts on capital markets causing several international developments, we are of the view that it is appropriate

to develop a securities regulatory regime for benchmarks and their administrators, contributors and certain of their users.

The Draft Materials are intended to implement a comprehensive regime for:

- the designation and regulation of benchmarks (**designated benchmarks**), including specific requirements (or exemptions from requirements) for designated critical benchmarks (**designated critical benchmarks** or **critical benchmarks**), designated interest rate benchmarks (**designated interest rate benchmarks** or **interest rate benchmarks**) and designated regulated-data benchmarks (**designated regulated-data benchmarks** or **regulated-data benchmarks**),
- the designation and regulation of persons that administer such benchmarks (**designated benchmark administrators** or **administrators**),
- the regulation of persons, if any, that contribute certain data that will be used to determine such designated benchmarks (**benchmark contributors** or **contributors**), and
- the regulation of certain users of designated benchmarks, particularly users who are already regulated in some capacity under Canadian securities legislation (**benchmark users** or **users**).

In Canada, Refinitiv Benchmark Services (UK) Limited (**RBSL**)¹ is currently the administrator of two domestically important benchmarks:

- the Canadian Dollar Offered Rate (**CDOR**), and
- the Canadian Overnight Repo Rate Average (**CORRA**).

Currently, the intention of the CSA is to designate only RBSL as an administrator, and only CDOR and CORRA as its designated benchmarks (which are each expected to be designated as a critical benchmark and an interest rate benchmark), under the Draft Regulation.² This intention is based on the significant reliance placed by users and other market participants on CDOR and CORRA, which are used in various financial instruments with a notional value of at least \$12.3 trillion

¹ Prior to a name change on February 28, 2019, RBSL was known as Thomson Reuters Benchmark Services Limited.

² CDOR is the recognized financial benchmark in Canada for bankers' acceptances (BAs) with a term of maturity of one year or less; it is the rate at which banks are willing to lend to companies. CORRA is a measure of the average cost of overnight collateralized funding, and is widely used as the reference for overnight indexed swaps and related futures. Additional information on CDOR and CORRA can be found at: <https://financial.thomsonreuters.com/en/products/data-analytics/market-data/financial-benchmarks/benchmarks-in-canada.html>.

dollars.³ This figure is approximately five times larger than the gross domestic product for Canada in 2017.⁴ For CDOR and CORRA, we believe that the following risks should be minimized:

- interruption or uncertainty (if, for example, the administrator resigns or is unsuitable), and
- abusive activity relating to the benchmark, including manipulation of the benchmark.

If not, confidence in Canadian capital markets would suffer and participants in Canadian financial markets (including investors) would incur significant losses or costs.

It is possible that the CSA may designate other administrators and their associated benchmarks in the future on public interest grounds, including where:

- a benchmark is sufficiently important to financial markets in Canada,
- a benchmark administrator applies for designation to allow its benchmark to be referenced in financial instruments that are invested in by, or where a counterparty is, one or more European institutional investors pursuant to the EU BMR (defined below), and
- the CSA becomes aware of activities of a benchmark administrator, contributor or user that raise concerns that align with the regulatory risks identified below in respect of such parties and conclude that the administrator and benchmark in question should be designated.

Please refer to the section of this Notice on “Expected Future Amendments on Commodity Benchmarks” for circumstances in which a CSA jurisdiction may designate commodity benchmarks in the future.

Background

In 2012, allegations of manipulation of the London inter-bank offered rate (**LIBOR**) led to the loss of market confidence in the credibility and integrity of LIBOR and financial benchmarks in general. The manipulation of LIBOR led to individual and class-action lawsuits, criminal prosecutions, significant fines and settlements paid by banks that contributed data, an independent review (the **Wheatley Review**)⁵ and, ultimately, the implementation of several recommendations from that review, including the replacement in February 2014 of the British Bankers’ Association as the administrator of LIBOR by ICE Benchmark Administration Limited. Although the change in administrator and the implementation of other changes recommended in the Wheatley Review have increased market confidence in LIBOR, market concerns have persisted regarding the reliability of LIBOR due to the decline in interbank borrowing activity since the onset of the

³ Bank of Canada, *CDOR & CORRA in Financial Markets –Size and Scope* (September 2018), online: <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2018/10/CDOR-CORRA-in-Financial-Markets-%E2%80%93Size-and-Scope.pdf>.

⁴ See, for example: http://www.international.gc.ca/economist-economiste/statistics-statistiques/data-indicators-indicateurs/Annual_Ec_Indicators.aspx?lang=eng.

⁵ Available online at https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf.

financial crisis. As a result, regulatory work has been ongoing to identify alternatives to LIBOR and other interbank offered rates.⁶

IOSCO Principles

In October 2012, after the LIBOR controversies, the International Organization of Securities Commissions (**IOSCO**) published the *Principles for Oil Price Reporting Agencies* (the **IOSCO PRA Principles**)⁷ which are intended to enhance the reliability of oil price assessments that are referenced in derivatives contracts subject to regulation by IOSCO members.

In July 2013, IOSCO published the *Principles for Financial Benchmarks* (**IOSCO Financial Benchmark Principles**).⁸ Together the IOSCO Financial Benchmark Principles and the IOSCO PRA Principles (the **IOSCO Principles**) provide an overarching framework of principles for the regulation of benchmarks used in financial markets, including principles to address conflicts of interest in processes for determining benchmarks, that are referenced in financial instruments subject to regulation by IOSCO members.

Initial Canadian Regulatory Response

Following the controversies in 2012 regarding alleged misconduct related to the determination of LIBOR and the introduction of the IOSCO Principles, we initially decided that we did not need to seek to immediately regulate benchmarks. Instead, Canadian financial sector regulators pursued other measures to reduce risk, such as:

- encouraging contributors to CDOR to develop a voluntary code of conduct that addresses some of the conflicts of interest issues that could lead to manipulation of submission-based benchmarks, and
- arranging for RBSL to agree to follow certain procedures to strengthen the integrity of CDOR and CORRA.

⁶ See, for example, the following publications:

ISDA, *Interbank Offered Rate (IBOR) Fallbacks for 2006 ISDA Definitions - Consultation on Certain Aspects of Fallbacks for Derivatives Referencing GBP LIBOR, 1 CHF LIBOR, JPY LIBOR, TIBOR, Euroyen TIBOR and BBSW* (July 12, 2018), online: <http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf/>.

Deloitte, *The alphabet soup of alternative reference rates post-LIBOR - SOFR, SONIA, EONIA, SARON, and TONAR* (April 11, 2018), online: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/financial-services/articles/alternative-reference-rates-post-libor.html>.

PWC, *Farewell LIBOR - The transition to alternative reference rates for new and legacy contracts* (October 3, 2018), online: https://www.pwc.ch/en/publications/2018/Farewell-LIBOR_EN_web2.pdf, and

Oliver Wyman, *Making the World's Most Important Number Less Important - Libor Transition* (July 2018), online: https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/publications/2018/july/Oliver-Wyman-Making-The-Worlds-Most-Important-Number-Less-Important_vFINAL.pdf.

⁷ Available online at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD391.pdf>.

⁸ Available online at <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.

EU Benchmarks Regulation

On June 30, 2016, the European Union's (EU) *Regulation on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investment funds (EU BMR)*⁹ came into force. Most of the provisions of the EU BMR came into effect on January 1, 2018. The regulation introduces a common framework and consistent approach to benchmark regulation across the EU. It aims to ensure benchmarks are robust and reliable, and to minimize conflicts of interest in benchmark-setting processes.

The EU BMR is part of the EU's response to the LIBOR scandal and, in particular:

- aims to reduce the risk of manipulation of benchmarks by addressing conflicts of interest, governance controls and the use of discretion in the benchmark-setting process, and
- requires administrators of a broad range of benchmarks used in the EU to be authorized or registered by a national regulator and to implement governance systems and other controls to ensure the integrity and reliability of the benchmarks they administer.

The EU BMR has provisions regulating benchmark administrators, benchmark contributors and benchmark users.

Supervised entities under EU legislation (e.g., banks, investment firms, insurance companies, mutual funds, pension funds, fund managers and consumer lenders) will be subject to restrictions on using benchmarks (including trading in financial contracts and instruments that reference a benchmark) unless:

- they are produced by an EU administrator authorized or registered under the EU BMR, or
- they are benchmarks of a benchmark administrator located outside the EU that have been qualified for use in the EU under the EU BMR's third country regime (three possible routes are described below).

The restriction applies to "third country regime" benchmarks from January 1, 2022.¹⁰ In other words, a benchmark produced outside of the EU cannot be used by EU supervised entities after December 31, 2021, unless that benchmark meets the requirements in the EU BMR and, as a result, is listed on the European Securities and Markets Authority (ESMA) Benchmarks Register.¹¹

In order for supervised entities in the EU to be able to use benchmarks produced by third country administrators (e.g., administrators located in Canada), those administrators must apply to be added to the ESMA list of benchmarks in one of three ways:

⁹ Available online at <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1011&from=EN>.

¹⁰ Originally, this restriction was to apply from January 1, 2020. However, on February 25, 2019, EU authorities announced that the date would be extended to January 1, 2022.

¹¹ ESMA's Benchmarks Register can be found online at <https://www.esma.europa.eu/databases-library/registers-and-data>.

- *Recognition* – where an administrator located in a third country has been recognised by a EU member state in accordance with the requirements set out in the EU BMR. This process is not relevant for purposes of the Draft Regulation.
- *Endorsement* – where an administrator or supervised entity located in the EU has a clear and well-defined role within the control or accountability framework of a third country administrator and is able to monitor effectively the provision of a benchmark. This process is relevant if the administrator or supervised entity applies for endorsement in accordance with the requirements set out in the EU BMR but is not relevant for purposes of the Draft Regulation.
- *Equivalence* – where an equivalency decision has been adopted by the European Commission (EC), as described further below.

Under the EU BMR, ESMA will be able to register a benchmark provided by a non-EU administrator in a non-EU state as qualified for use in the EU if:

- the EC has adopted an equivalency decision with respect to the non-EU state,
- the administrator is authorized or registered, and is supervised, in the non-EU state,
- the administrator has notified ESMA of its consent to the use of its benchmarks in the EU by supervised entities (the administrator must also provide ESMA with a list of the relevant benchmarks and advise ESMA of the relevant non-EU regulator in the non-EU state), and
- specific cooperation arrangements between ESMA and the non-EU regulator in the non-EU state are operational.

The EC will be able to adopt an equivalency decision with respect to the non-EU state if administrators authorized or registered in that state comply with binding requirements that are equivalent to the EU BMR. The determination of equivalence takes into account whether the legal framework and supervisory practice of a third country ensures compliance with the IOSCO Principles, as applicable.

Alternatively, the EC will be able to adopt an equivalency decision if there are binding requirements in the non-EU state equivalent to the EU BMR with respect to a specific non-EU administrator or benchmark or benchmark family. This provides some flexibility as it will allow the EC to make equivalency decisions for non-EU benchmarks in those cases where a non-EU state only regulates a limited category of critical benchmarks on an equivalent basis.

RBSL Authorization

On July 12, 2018, RBSL issued a press release announcing that it had been approved by the United Kingdom's (UK) Financial Conduct Authority (FCA) as an authorized "benchmark administrator" under the EU BMR. As an authorized administrator, RBSL is certified to continue to administer, calculate and publish benchmarks in line with the EU BMR, and users of these benchmarks can continue to use them in accordance with the EU BMR. For additional information regarding the impact of the UK leaving the EU on RBSL's authorization with the FCA, please see the discussion below under the heading "*EU Equivalency*".

Substance and Purpose

We developed the Draft Regulation to establish an EU BMR-equivalent benchmarks regulatory regime and to reduce risk in Canada's capital markets, thereby protecting Canadian investors and other Canadian market participants.

As previously indicated, the current intention of the CSA is to designate only:

- RBSL as an administrator, and
- CDOR and CORRA as RBSL's designated benchmarks under the Draft Regulation.

The Draft Policy Statement is meant to assist in the interpretation and application of the Draft Regulation.

EU Equivalency

In light of the EU BMR, having the EU recognize the Canadian benchmarks regime as equivalent is desirable and important since it would allow EU institutional market participants to continue to use any Canadian benchmark designated under the Draft Regulation. For example, an EU institutional investor may hold securities that refer to a Canadian benchmark.

Although Canada-based administrators are able to directly apply for EU-based registration in the EU under the EU BMR (and, as noted above, RBSL has in fact secured such authorization from the FCA), the CSA is of the view that:

- Canadian securities regulators have a sovereign responsibility and are best positioned to directly regulate benchmarks with a significant connection to Canada, including such benchmarks' administrators, contributors and users, and
- it would be prudent to implement a Canadian regime by, or soon after, the EU equivalency deadline (i.e., January 1, 2022) in the event that, for example
 - another entity, including an entity resident in Canada, is later chosen to act as the administrator of benchmarks (e.g., CDOR and CORRA) administered by an EU-registered benchmark administrator (e.g., RBSL) and would like the benefit of a Canadian regime that has been recognized as equivalent by the EU, or

- a non-EU registered benchmark administrator of another Canadian benchmark would like the benefit of a Canadian domestic regime that has been recognized as equivalent by the EU.

In addition, we understand that, in the event that the UK leaves the EU, the UK will make amendments to retain EU law related to financial benchmarks (i.e., the EU BMR) to ensure that it continues to operate effectively in a UK context.¹² In such an event, we would also seek a UK equivalency decision. Having the UK recognize the Canadian regime as equivalent is desirable and important since it would, for example, allow UK institutional market participants to continue to use any Canadian benchmark designated under the Draft Regulation. We expect that a positive EU equivalency decision would lead to a positive UK equivalency decision.

Risk Reduction and Investor Protection

The CSA believes that Canadian securities regulators should now establish and implement a regulatory regime for benchmarks for the following reasons:

- there is a need to regulate CDOR and CORRA and their administrator (i.e., RBSL) in light of the significant reliance placed by users and other market participants on CDOR and CORRA. In particular, for CDOR and CORRA, we believe that the following risks should be minimized:
 - interruption or uncertainty (if, for example, the benchmark administrator resigns or is unsuitable), and
 - misconduct relating to benchmarks including manipulation of the benchmark.

If not and one of these events occurs, the loss of confidence that Canadian capital markets would suffer and the costs that would be borne by Canadian financial markets (including investors), would be significant,¹³

- there is a need for the ability to regulate benchmark administrators and benchmark contributors due to the risk of benchmark-related misconduct that would adversely impact:¹⁴
 - investors,

¹² See, for example, HM Treasury, *Draft Benchmarks (Amendment and Transitional Provision) (EU Exit) Regulations 2019*, online: <https://www.gov.uk/government/publications/draft-benchmarks-amendment-and-transitional-provision-eu-exit-regulations-2019>.

¹³ In January 2018, 9 large banks, including 6 from Canada, were accused by a plaintiff in a U.S. civil lawsuit of conspiring to rig CDOR to improve profits from derivatives trading. The complaint, filed by a Colorado pension fund in U.S. District Court in New York, accused the banks of suppressing CDOR from August 2007 to June 2014 by making artificially lower interest rate submissions to RBSL, CDOR's administrator. The lawsuit has not yet gone to trial and the plaintiff's allegations have not been proven in court.

¹⁴ See, for example, the enforcement actions taken in the UK alone: <https://www.fca.org.uk/markets/benchmarks/enforcement>.

- market participants, and
- the reputation of, and confidence in, Canada's capital markets,
- many factors that resulted in benchmark-related misconduct in other jurisdictions are also present in Canada (e.g., widespread usage of the benchmark to price unrelated securities that can be traded by contributors, rate fixing activities that rely on a combination of observable market inputs and expert judgment),
- such a regime would clarify, strengthen and specify the legal basis on which Canadian securities regulators may take enforcement and other regulatory action against benchmark administrators, benchmark contributors and benchmark users in the event of misconduct involving a benchmark that harms (or threatens to harm) investors, market participants and capital markets generally, and
- such a regime would ensure the continuity of a viable designated critical benchmark by requiring market participants to provide information in relation to the designated critical benchmark for use by the designated benchmark administrator.

In addition, the CSA believes it is necessary to reflect international developments in the regulation of benchmarks. IOSCO has released its IOSCO Principles and certain other major jurisdictions have either introduced benchmark regulations or taken measures to regulate key benchmarks or their methodologies.¹⁵

Summary of the Draft Regulation

Designated Benchmarks and Benchmark Administrators

Under current or forthcoming securities legislation,¹⁶ a benchmark administrator can apply for designation as a designated benchmark administrator and to request the designation of a benchmark. Alternatively, the regulator can also apply for a benchmark administrator or benchmark to be designated under securities legislation.¹⁷

The Draft Policy Statement explains that if a benchmark administrator wants to apply to be designated as a designated benchmark administrator and to request the designation of a benchmark, the application should provide the same information as that set out in Form 25-102F1 and Form 25-102F2. A benchmark administrator may request, or the regulator, except in Québec, or the

¹⁵ In addition to the EU, for example, Australia, Hong Kong, Singapore and South Africa. For additional detail, see Financial Stability Board, *Reforming major interest rate benchmarks - Progress report* (November 14, 2018), online: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P141118-1.pdf>.

¹⁶ For additional detail, see the section "Recent or Proposed Legislative Amendments" below.

¹⁷ Except in Québec, where the securities regulatory authority has the authority to designate a benchmark administrator or benchmark on its own initiative.

securities regulatory authority may decide, that a benchmark should receive, one or more of the following additional designations:¹⁸

- **Critical benchmark** – Staff of a regulator or securities regulatory authority may recommend that the regulator or the securities regulatory authority designate a benchmark as a “critical benchmark” if the benchmark is critical to financial markets in Canada or a region of Canada. The following two factors are among those that will be considered:
 - (a) the benchmark is used directly or indirectly within a combination of benchmarks as a reference for financial instruments or financial contracts or for measuring the performance of investment funds, having a total value in Canada of at least \$400 billion on the basis of the range of maturities or tenors of the benchmark, where applicable, or
 - (b) the benchmark satisfies all of the following criteria:
 - (i) the benchmark is used directly or indirectly within a combination of benchmarks as a reference for financial instruments or financial contracts or for measuring the performance of investment funds having a total value in one or more jurisdictions of Canada that is significant, on the basis of all the range of maturities or tenors of the benchmark, where applicable,
 - (ii) the benchmark has no, or very few, appropriate market-led substitutes,
 - (iii) in the event that the benchmark is no longer provided, or is provided on the basis of input data that is no longer sufficient to provide a benchmark that accurately represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, or on the basis of unreliable input data, there would be significant and adverse impacts on:
 - (A) market integrity, financial stability, the real economy, or the financing of businesses in one or more jurisdictions of Canada, or
 - (B) a significant number of market participants in one or more jurisdictions of Canada.

For the purpose of paragraph (a) and subparagraph (b)(i), staff of a regulator or securities regulatory authority will consider, among other things, the outstanding principal amount of any debt securities that reference the benchmark, the outstanding notional amount of any derivatives that reference the benchmark, and the outstanding net asset value of any investment funds that use the benchmark to measure performance.

- **Interest rate benchmark** – Staff of a regulator or securities regulatory authority may recommend that the regulator or the securities regulatory authority designate a benchmark as an “interest rate benchmark” if the benchmark is used to set interest rates of debt

¹⁸ Note that the interpretations of what can constitute a critical benchmark, an interest rate benchmark and a regulated-data benchmark are located in the Draft Policy Statement.

securities or is otherwise used as a reference in derivatives or other instruments. Factors that will be considered include the following:

- (a) the benchmark is determined on the basis of the rate at which financial institutions may lend to, or borrow from, other financial institutions, or market participants other than financial institutions, in the money market, or
 - (b) the benchmark is determined from a survey of bid-side rates provided by financial institutions that routinely accept bankers' acceptances issued by borrowers and are market makers in bankers' acceptances either directly or through an affiliate.
- **Regulated-data benchmark** – Staff of a regulator or securities regulatory authority may recommend that the regulator or the securities regulatory authority designate a benchmark as a “regulated-data benchmark” if the benchmark is determined by the application of a formula from any of the following:
 - (a) input data contributed entirely and directly from:
 - (i) any of the following, but only with reference to transaction data relating to securities or derivatives:
 - (A) a recognized exchange in a jurisdiction of Canada or an exchange that is subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction,
 - (B) a recognized quotation and trade reporting system in a jurisdiction of Canada or a quotation and trade reporting system that is subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction,
 - (C) an alternative trading system that is registered as a dealer in a jurisdiction in Canada and is a member of a self-regulatory entity or an alternative trading system that is subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction,
 - (D) an entity that is similar or analogous to the entities referred to in clause (A), (B) or (C) and that is subject to appropriate regulation in a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction,
 - (ii) a service provider to which the designated benchmark administrator of the designated benchmark has outsourced the data collection in accordance with section 14 of the Draft Regulation, if the service provider receives the data entirely and directly from an entity referred to in subparagraph (i);

- (b) net asset values of investment funds that are reporting issuers in a jurisdiction of Canada or subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction.

When designating a benchmark, a securities regulatory authority will issue a decision document designating the benchmark as a designated benchmark. If applicable, the decision document will indicate if the benchmark is also designated as a designated critical benchmark, a designated interest rate benchmark or a designated regulated-data benchmark. It is possible that a designated benchmark will receive two designations:

- a designated interest rate benchmark may also be designated as designated critical benchmark, and
- a designated regulated-data benchmark may also be designated as a designated critical benchmark.

General Requirements for Administrators

Once designated, an administrator must comply with various requirements, such as:

- delivering audited annual financial statements and certain forms (e.g., Form 25-102F1 *Designated Benchmark Administrator Annual Form* and Form 25-102F2 *Designated Benchmark Annual Form*) to Canadian securities regulators (Part 2),
- maintaining a governance regime that includes a board of directors (of which at least half of the members must be independent), oversight committee and compliance officer with defined roles and responsibilities within an accountability and control framework that addresses conflicts of interest, complaints, reporting of infringements, and outsourcing (Part 3),
- applying policies, procedures and controls relating to input data and the contribution of input data, as well as complying with obligations relating to the benchmark methodology used by the administrator and any changes to such methodology (Part 4),
- publishing information about the administration of its designated benchmarks, including publishing:
 - important information about the methodology,
 - the procedures relating to a significant change or cessation of a designated benchmark, and
 - a specified benchmark statement (Part 5),

- if the designated benchmark is determined using input data from contributors that is not reasonably available to the administrator,¹⁹ applying a code of conduct to the contributors of such input data that:
 - specifies the responsibilities of those contributors with respect to the contribution of input data for the designated benchmark, and
 - includes policies and procedures designed to ensure the contributors are adhering to the code of conduct (Part 6), and
- keeping specified books, records and documents for a period of 7 years (Part 7).

Additional Administrator Requirements for Critical Benchmarks

The Draft Regulation has additional requirements relating to an administrator of a critical benchmark (Part 8), including:

- that the administrator provides specific notice to securities regulators and complies with other requirements if it intends to cease administering the critical benchmark,
- that the administrator provides specific notice to securities regulators if a contributor decides to cease contributing input data with respect to the critical benchmark and an assessment of the impact of such development on the critical benchmark,
- that the administrator provides user access to the critical benchmark on a fair, reasonable, transparent and non-discriminatory basis,
- that the administrator provides securities regulators with an assessment at least once every 24 months of the capability of the critical benchmark to accurately represent that part of the market or economy the critical benchmark is intended to record,
- that at least half of the administrator's oversight committee be comprised of independent members, and
- that, at least once every 12 months, the administrator must engage a public accountant to provide an assurance report on the administrator's compliance with certain key sections of the Draft Regulation and the methodology for the critical benchmark and publish a copy of the assurance report.

Additional Administrator Requirements for Interest Rate Benchmarks

Similarly, the Draft Regulation has additional requirements relating to the administrator of an interest rate benchmark (Part 8), including:

¹⁹Note that since the input data for CORRA is reasonably available to RBSL as the CORRA administrator (e.g., it is available via subscription or is a public source) and such data is not created for the specific purpose of determining CORRA, the providers of such data sources are not considered "contributors" for purposes of certain provisions relating to input data in the EU BMR and the Regulation.

- that the administrator follows a specified order of priority for the use of input data and adjusts the data in specified circumstances,
- that at least half of the administrator's oversight committee be comprised of independent members, and
- that, at least once every 2 years, the administrator must engage a public accountant to provide an assurance report on the administrator's compliance with certain key requirements under the Draft Regulation and the methodology for the interest rate benchmark and publish a copy of the assurance report.

General Requirements for Contributors

The Draft Regulation also imposes requirements on contributors to a designated benchmark, including governance and control requirements, such as appointing a compliance officer and applying policies and procedures relating to accurate and complete contributions of input data, conflicts of interest involving contributions of input data, and the use (and records evidencing the rationale of such use) of expert judgment (Part 6).

Additional Contributor Requirements for Critical Benchmarks

The Draft Regulation has additional requirements relating to a contributor of a critical benchmark (Part 8), including that:

- a contributor provides specific notice to the administrator if it decides to cease contributing to the critical benchmark, and
- if required by the administrator's oversight committee, the contributor engages a public accountant to provide an assurance report on the contributor's compliance with certain key requirements under the Draft Regulation and the methodology for the critical benchmark and deliver a copy of the assurance report to the oversight committee, the board of the administrator, and the regulator, except in Québec, or the securities regulatory authority.

Additional Contributor Requirements for Interest Rate Benchmarks

Similarly, the Draft Regulation has additional requirements relating to a contributor of an interest rate benchmark (Part 8), including that the contributor must:

- engage a public accountant to provide an assurance report on the contributor's compliance with certain key requirements under the Draft Regulation and the administrator's code of conduct, at least once every 2 years or when required by the administrator's oversight committee, and deliver a copy of the assurance report to the oversight committee, the board of the administrator, and the regulator, except in Québec, or the securities regulatory authority,

- ensure that each contributing individual (and their direct managers) provide a written statement that they will comply with the code of conduct established by the applicable administrator, and
- have additional policies, procedures and controls relating to various matters, including:
 - an outline of responsibilities within the benchmark contributor's organization, including a list of contributing individuals and their managers and alternates,
 - sign-off of contributions of input data,
 - disciplinary procedures relating to actual or attempted manipulation of the interest rate benchmark,
 - the management of conflicts of interest and controls to avoid any inappropriate external influence over those responsible for contributing rates,
 - requirements that contributing individuals work in locations physically separated from interest rate derivatives traders,
 - requirements to avoid collusion, and
 - requirements to keep detailed records on specified matters, such as all relevant aspects of contributions of input data and any communications between contributing individuals and other persons, including internal and external traders and brokers.

Exemptions for Regulated-data Benchmarks

The Draft Regulation (section 41) includes several exemptions from certain requirements in the Draft Regulation for administrators and contributors of regulated-data benchmarks, including exemptions from:

- administrator requirements relating to systems and controls for detecting manipulation or attempted manipulation,
- administrator requirements involving policies, procedures and controls relating to contribution of input data and the accuracy and completeness of such data,
- the administrator requirement for a code of conduct for contributors, and
- contributor requirements relating to appointing a compliance officer and maintaining a specified governance and control framework.

Requirements for Registrants, Reporting Issuers and Recognized Entities

The Draft Regulation (section 22) also imposes certain requirements on registrants, reporting issuers and specified recognized entities that use a designated benchmark if the cessation of the

designated benchmark could have a significant impact on such person, a security issued by the person, or any derivative to which the person is a party. In this case, registrants, reporting issuers and specified recognized entities must:²⁰

- establish and maintain written plans setting out the actions the entity would take in the event of a significant change or cessation of the designated benchmark, including the identification of a suitable alternative, and
- if appropriate, reflect the written plans in any security issued by the person, or any derivative to which the person is a party, that references the designated benchmark.

Summary of the Policy Statement

The Policy Statement provides interpretational guidance on elements of the Draft Regulation, including the criteria the regulators may consider when determining whether to designate a benchmark as a critical benchmark, interest rate benchmark and/or regulated-data benchmark.

Recent or Proposed Legislative Amendments

In order to implement the Draft Regulation and have the Canadian benchmarks regulatory regime recognized as equivalent in the EU (and potentially the UK), staff in each CSA jurisdiction recommended changes to their local securities legislation, including:

- additional authority to regulate benchmarks and benchmark administrators, benchmark contributors and benchmark users (including authority to designate benchmarks and benchmark administrators), and
- prohibitions on market misconduct in relation to benchmarks, specifically a prohibition on providing false or misleading information for a benchmark determination and a prohibition on benchmark manipulation.

To date, benchmark-related amendments to securities legislation are in force or have received royal assent in Alberta, Ontario, Québec and Nova Scotia. Other CSA jurisdictions are recommending these amendments to their government.

Anticipated Costs and Benefits of the Draft Regulation

Currently, the intention of the CSA is to designate only RBSL as an administrator, and only CDOR and CORRA as its designated benchmarks, under the Draft Regulation. Since the obligations under the Draft Regulation are substantially similar to the EU BMR requirements already applicable to RBSL and the current contributors for CDOR, we anticipate that the Draft Regulation would not impose a significant incremental regulatory burden to RBSL, the current contributors to CDOR,

²⁰ We note that these obligations are not exhaustive and should be considered as supplementary to obligations that may otherwise exist in respect of the use of benchmarks (whether or not the benchmark is a “designated benchmark” for the purposes of the Regulation) under other requirements pursuant to securities and derivatives legislation, such as the requirement for a registered firm to “establish, maintain and apply policies and procedures that establish a system of controls and supervision sufficient to ... manage the risks associated with its business in accordance with prudent business practices” under paragraph 11.1(b) of *Regulation 31-103 respecting Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations*.

and certain users of CDOR and CORRA that are already regulated under Canadian securities legislation.

However, there are many expected benefits from the Draft Regulation to benchmark administrators, contributors, users, investors, market participants and Canada's capital markets. The Draft Regulation significantly mitigates the risks of manipulation, interruption and uncertainty²¹ in the use of CDOR and CORRA, which are Canada's most important interest rate benchmarks. The proposed regulatory requirements should further enhance confidence in Canadian capital markets and minimize the higher costs that may be borne by Canadian financial markets, including investors, in the event of interruption, uncertainty or manipulation of designated benchmarks. For example, even if the Draft Regulation only results in the avoidance of a small error, distortion or manipulation of CDOR and CORRA, this would mean the direct avoidance of an error, distortion, or manipulation on financial instruments with a value of at least \$12.3 trillion.

As a result, the CSA is of the view that the regulatory costs of the Draft Regulation are proportionate to the benefits that would be realized by impacted market participants and the broader Canadian financial market.

In Ontario, an annex to this Notice sets out the OSC's more detailed description of the anticipated costs and benefits of the Draft Regulation.

Potential Models for Designation and Ongoing Regulatory Oversight of Benchmarks and Benchmark Administrators

We are considering the following four options for processing the designation and regulation of benchmarks and benchmark administrators and for ongoing regulatory oversight:

- Non-coordinated review model: Each CSA jurisdiction would separately process designation applications in its jurisdiction without coordinating with other CSA jurisdictions.
- Coordinated review model: The CSA would manage designation applications in accordance with a process that mirrors the "coordinated review" process set out in *Policy Statement 11-203 respecting Process for Exemptive Relief Applications in Multiple Jurisdictions*.
- Passport model: The CSA would add designations of benchmarks and benchmark administrators to the Passport system with a process that mirrors:
 - Part 4B (Application to become a designated rating organization) in *Regulation 11-102 respecting Passport System*.
 - *Policy Statement 11-205 respecting Process for Designation of Credit Rating Organizations in Multiple Jurisdictions*.

²¹ As examples of uncertainty, the benchmark administrator resigns or is no longer suitable in carrying out its role as a benchmark administrator, or contributors cease to contribute to a benchmark.

- Regulatory model similar to that used for exchanges, self-regulatory organizations, clearing houses, trade repositories and matching services utilities: The CSA would develop an approach to regulation similar to the CSA's approach to regulating exchanges, self-regulatory organizations, clearing houses, trade repositories and matching services utilities. Different approaches (e.g., principal, lead, co-leads) could be used based on a memorandum of understanding established by CSA jurisdictions.

The CSA is also considering a two-phased approach to implementation where we could begin using a non-coordinated review model on a trial basis. Based on the CSA's experience processing the designations and the frequency of such designations, the CSA would consider the model which is most appropriate as the permanent CSA model.

Local Matters

Where applicable, an annex to this Notice provides additional information required by the local securities legislation.

Unpublished Materials

In developing the Draft Materials, we have not relied on any significant unpublished study, report or other written materials.

Expected Future Amendments for Commodity Benchmarks

We expect to propose revisions to the Draft Regulation to incorporate requirements relating to commodity benchmarks later in 2019. We expect these changes to include a definition of "designated commodity benchmark" and to specify whether the existing requirements in the Draft Regulation apply to "designated commodity benchmarks" (or their administrators, contributors and certain users) and whether any additional or different requirements are appropriate.

These proposed amendments would be subject to a separate publication and comment process.

Request for Comments

We welcome your comments on the Draft Materials and also invite comments on the specific questions set out in Annex A of this Notice.

Please submit your comments in writing on or before June 12, 2019. If you are not sending your comments by email, an electronic file containing the submissions should also be provided (in Microsoft Word format).

We cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of the written comments received during the comment period. All comments received will be posted on the websites of each of the Alberta Securities Commission at www.albertasecurities.com, the Autorité des marchés financiers at www.lautorite.qc.ca and the Ontario Securities Commission at www.osc.gov.on.ca. Therefore, you should not include personal information directly in comments to be published. It is important that you state on whose behalf you are making the submission.

Address your submission to all of the CSA as follows:

British Columbia Securities Commission
 Alberta Securities Commission
 Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan
 Manitoba Securities Commission
 Ontario Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 Financial and Consumer Services Commission (New Brunswick)
 Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Prince Edward Island
 Nova Scotia Securities Commission
 Superintendent of Securities, Newfoundland and Labrador
 Superintendent of Securities, Northwest Territories
 Superintendent of Securities, Yukon Territory
 Superintendent of Securities, Nunavut

Deliver your comments **only** to the addresses below. Your comments will be distributed to the other participating CSA.

M^e Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, rue du Square-Victoria, 4^e étage
 C.P. 246, Place Victoria
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Fax : 514 864-6381
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

The Secretary
 Ontario Securities Commission
 20 Queen Street West, 22nd Floor
 Toronto, Ontario M5H 3S8
 Fax: 416 593-2318
comment@osc.gov.on.ca

Contents of Annexes

This Notice includes the following annex:

Annex A Specific Questions of the CSA Relating to the Draft Materials

Questions

Please refer your questions to any of the following:

Serge Boisvert
 Senior Policy Advisor
 Autorité des marchés financiers
 514 395-0337, ext. 4358
serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Roland Geiling
 Derivatives Product Analyst
 Autorité des marchés financiers
 514 395-0337, ext. 4323
roland.geiling@lautorite.qc.ca

Michael Bennett
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416 593-8079
mbennett@osc.gov.on.ca

Navdeep Gill
Manager, Legal, Market Regulation
Alberta Securities Commission
403 355-9043
navdeep.gill@asc.ca

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

Jeff Scanlon
Senior Legal Counsel, Corporate Finance
Ontario Securities Commission
416 597-7239
jscanlon@osc.gov.on.ca

Jag Brar
Derivatives Market Specialist
British Columbia Securities Commission
604 899-6839
jbrar@bcsc.bc.ca

ANNEX A**SPECIFIC QUESTIONS OF THE CSA RELATING TO THE DRAFT MATERIALS*****Definitions and Interpretation***

1. Does the proposed definition of “contributing individual” capture (or fail to capture) all of the arrangements between contributing individuals and administrators? If not, please explain with concrete examples.
2. Is the proposed interpretation of “control” appropriate? Please explain with concrete examples.

Governance

3. Is the requirement for the board of directors of an administrator to be comprised of a minimum of 3 directors, of which at least half must be independent, appropriate? If not, please explain with concrete examples.
4. The determination of non-independence of members of the board of directors and the oversight committee by the boards of directors of administrators as set out in paragraphs 5(4)(d), 32(2)(d) and 36(2)(d) of the Draft Regulation includes a provision that if the director or oversight committee member has a relationship with the administrator that may, *in the opinion of the board of directors*, be reasonably expected to interfere with the exercise of the director’s or oversight committee member’s independent judgment, such director or oversight committee member would not be independent for purposes of the Draft Regulation. We are seeking comment on whether the CSA should replace the opinion of the board of directors with a “reasonable person” opinion in these paragraphs. Please explain with concrete examples.

Administrator Compliance Officer

5. Should the compliance officer of an administrator also monitor the administrator’s compliance with its own benchmark methodology? Please explain with concrete examples.
6. Should the compliance officer of an administrator not be involved in the establishment of compensation levels for any DBA individual (as defined in the Draft Regulation), other than for a DBA individual that reports directly to the compliance officer? For example, are there cases where compliance officer involvement in the compensation setting process is appropriate or desirable to, for example, reduce conflicts of interest? Please explain with concrete examples.

Critical Benchmarks

7. Under the Draft Regulation, only an administrator of a designated critical benchmark must take reasonable steps to ensure that access rights to, and information relating to, the designated critical benchmark are provided to all benchmark users on a fair, reasonable, transparent and non-discriminatory basis. Should such access rights be afforded to all benchmark users for all designated benchmarks? Please explain with concrete examples.

8. Section 31 requires a benchmark contributor to a designated critical benchmark to notify the designated benchmark administrator for that benchmark of the benchmark contributor's decision to cease contributing input data in relation to the designated critical benchmark. Should the Draft Regulation include a requirement that the benchmark contributor continue to provide data for a period of time to allow the benchmark administrator and regulators to consider the impact of the benchmark contributor's decision.

Conflicts of Interest

9. Is the requirement in subsection 11(3) of the Draft Regulation appropriate, particularly as it relates to a *risk* of a significant conflict of interest? Please explain with concrete examples.

Designated Benchmarks

10. The Notice states that the current intention of the CSA is to designate only RBSL as an administrator and CDOR and CORRA as RBSL's designated benchmarks. Are there any other benchmark administrators that you believe should be designated under the Draft Regulation? If so, please:
 - (a) identify the benchmark administrator,
 - (b) identify any benchmark that the benchmark administrator administers that should also be designated, and
 - (c) provide your rationale for why such designations are appropriate.
11. If your organization is a benchmark administrator, please:
 - (a) advise if you intend to apply for designation under the Draft Regulation,
 - (b) advise of any benchmark you intend to also apply for designation under the Draft Regulation, and
 - (c) the rationale for your intention.

Anticipated Costs and Benefits

12. The Notice sets out the anticipated costs and benefits of the Draft Regulation (in Ontario, additional detail is provided in a local annex). Do you believe the costs and benefits of the Draft Regulation have been accurately identified and are there any other significant costs or benefits that have not been identified in this analysis? Please explain with concrete examples.

REGULATION 25-102 RESPECTING DESIGNATED BENCHMARKS AND BENCHMARK ADMINISTRATORS

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (9.2.1), (9.3), (9.5) and (9.6), and s. 331.2)

A text box in this Regulation located below subsection 1(5) refers to terms defined in securities legislation. This text box does not form part of this Regulation.

PART 1 DEFINITIONS AND INTERPRETATION

Definitions and interpretation

1. (1) In this Regulation

“benchmark individual” means any DBA individual who participates in the provision of, or overseeing the provision of, a designated benchmark;

“board of directors” means, in the case of a person that does not have a board of directors, a group that acts in a capacity similar to a board of directors;

“contributing individual” means an individual who contributes input data for a benchmark contributor;

“CSAE 3000” means Canadian Standard on Assurance Engagements 3000 *Attestation Engagements Other than Audits or Review of Historical Financial Information*, as amended from time to time;

“CSAE 3001” means Canadian Standard on Assurance Engagements 3531 *Direct Engagements*, as amended from time to time;

“CSAE 3530” means Canadian Standard on Assurance Engagements 3530 *Attestation Engagements to Report on Compliance*, as amended from time to time;

“CSAE 3531” means Canadian Standard on Assurance Engagements 3531 *Direct Engagements to Report on Compliance*, as amended from time to time;

“DBA individual” means an individual who is

(a) a director, officer or employee of a designated benchmark administrator,
or

(b) an agent who provides services directly to the designated benchmark administrator;

“designated benchmark” means a benchmark that is designated by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority;

“designated benchmark administrator” means a benchmark administrator that is designated by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority;

“designated critical benchmark” means a benchmark that is designated as a “critical benchmark” by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority;

“designated interest rate benchmark” means a benchmark that is designated as an “interest rate benchmark” by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or

securities regulatory authority;

“designated regulated-data benchmark” means a benchmark that is designated as a “regulated-data benchmark” by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority;

“expert judgment” means the discretion exercised by

(a) a designated benchmark administrator with respect to the use of input data in determining a benchmark, and

(b) a benchmark contributor with respect to the contribution of input data;

“input data” means the data in respect of the value or price of one or more underlying assets, interests or elements that is used by a designated benchmark administrator to determine a designated benchmark;

“limited assurance report on compliance” means

(a) a public accountant’s limited assurance report on management’s statement that a person complied with specified requirements prepared in accordance with CSAE 3000 and CSAE 3530, or

(b) a public accountant’s limited assurance report on the compliance of a person with specified requirements prepared in accordance with CSAE 3001 and CSAE 3531;

“management’s statement” means, as applicable, a statement of management of a designated benchmark administrator or a benchmark contributor;

“methodology” means a document specifying how a designated benchmark administrator determines a designated benchmark;

“reasonable assurance report on compliance” means

(a) a public accountant’s reasonable assurance report on management’s statement that a person complied with specified requirements prepared in accordance with CSAE 3000 and CSAE 3530, or

(b) a public accountant’s reasonable assurance report on the compliance of a person with specified requirements prepared in accordance with CSAE 3001 and CSAE 3531;

“specified requirements” means, as applicable, the requirements referred to in

(a) subparagraphs 24(2)(g)(i) and (ii),

(b) paragraphs 33(1)(a), (b), and (c),

(c) paragraphs 34(1)(a), (b) and (c),

(d) paragraphs 37(1)(a) and (b),

(e) paragraphs 38(1)(a) and (b), and

(f) paragraphs 39(1)(a), (b) and (c);

“transaction data” means the data in respect of a price, rate, index or value representing transactions between unaffiliated counterparties in an active market subject to competitive supply and demand forces.

(2) Terms defined in Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation

(chapter V-1.1, r. 5) and used in this Regulation have the respective meanings ascribed to them in that Regulation.

(3) For the purposes of this Regulation

(a) input data is considered to have been contributed if

(i) it is not reasonably available to

(A) the designated benchmark administrator, or

(B) another person for the purpose of providing the input data to the designated benchmark administrator, and

(ii) is provided to the designated benchmark administrator or the other person referred to in subparagraph (i)(B) for the purpose of determining a benchmark, and

(b) the provision of a designated benchmark is considered to occur through one or more of the following means:

(i) the administration of the arrangements for determining the benchmark;

(ii) the collection, analysis or processing of input data for the purposes of determining the benchmark;

(iii) determining the benchmark through the application of a formula or other method of calculation or by an assessment of input data.

(4) For the purposes of this Regulation, the definitions in Appendix A apply.

(5) Subsection (4) does not apply in ●.

Note: In ● [Note: At the time of the final regulation, we plan to insert a list of jurisdictions that have included the defined terms in Appendix A in their securities legislation], the terms in Appendix A are defined in securities legislation.

(6) In this Regulation, a person is considered to be an affiliated entity of another person if either of the following apply:

(a) one of them is the subsidiary of the other;

(b) each of them is controlled by the same person.

(7) For the purposes of paragraph (6)(b), a person (first person) is considered to control another person (second person) if any of the following apply:

(a) the first person beneficially owns, or controls or directs, directly or indirectly, securities of the second person carrying votes which, if exercised, would entitle the first person to elect a majority of the directors of the second person, unless that first person holds the voting securities only to secure an obligation;

(b) the second person is a partnership, other than a limited partnership, and the first person holds more than 50% of the interests of the partnership;

(c) the second person is a limited partnership and the general partner of the limited partnership is the first person.

PART 2
DELIVERY REQUIREMENTS

Information on a designated benchmark administrator

2. (1) In this section, the following terms have the same meaning as in subsection 1.1 of Regulation 52-107 respecting Acceptable Accounting Principles and Auditing Standards (chapter V-1.1, r. 25):

- (a) “accounting principles”;
- (b) “auditing standards”;
- (c) “U.S. GAAP”;
- (d) “U.S. PCAOB GAAS”.

(2) In this section, “parent issuer” means an issuer of which a designated benchmark administrator is a subsidiary.

(3) A designated benchmark administrator must deliver to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority

(a) information that a reasonable person would conclude fully describes its organization and structure and its administration of benchmarks, including, but not limited to, its policies and procedures required under this Regulation, its conflicts of interest, its outsourced service providers referred to in section 14, its benchmark individuals, the officer referred to in section 7 and its revenue, and

(b) annual financial statements for its most recently completed financial year that include:

(i) a statement of comprehensive income, a statement of changes in equity, and a statement of cash flows for

(A) the most recently completed financial year, and

(B) the financial year immediately preceding the most recently completed financial year, if any;

(ii) a statement of financial position at the end of each of the periods referred to in subparagraph (i);

(iii) notes to the annual financial statements.

(4) For purposes of paragraph (3)(b), if the designated benchmark administrator is a subsidiary of a parent issuer, the designated benchmark administrator may instead deliver consolidated annual financial statements for the most recently completed financial year of the parent issuer that include all of the following:

(a) a statement of comprehensive income, a statement of changes in equity, and a statement of cash flows for

(i) the most recently completed financial year, and

(ii) the financial year immediately preceding the most recently completed financial year, if any;

(b) a statement of financial position at the end of each of the periods referred to in paragraph (a);

(c) notes to the annual financial statements.

(5) The annual financial statements delivered under paragraph (3)(b) or subsection (4) must be audited.

(6) The notes to the annual financial statements delivered under paragraph (3)(b) or subsection (4) must identify the accounting principles used to prepare the annual financial statements.

(7) The annual financial statements delivered under paragraph (3)(b) or subsection (4) must

(a) be prepared in accordance with one of the following accounting principles:

(i) Canadian GAAP applicable to publicly accountable enterprises;

(ii) Canadian GAAP applicable to private enterprises, if

(A) the financial statements consolidate any subsidiaries and account for significantly influenced investees and joint ventures using the equity method, and

(B) the designated benchmark administrator or parent issuer, as applicable, is a "private enterprise" as defined in the Handbook;

(iii) IFRS;

(iv) U.S. GAAP,

(b) be audited in accordance with one of the following auditing standards:

(i) Canadian GAAS;

(ii) International Standards on Auditing;

(iii) U.S. PCAOB GAAS, and

(c) be accompanied by an auditor's report that:

(i) if subparagraph (b)(i) or (ii) applies, expresses an unmodified opinion;

(ii) if subparagraph (b)(iii) applies, expresses an unqualified opinion;

(iii) identifies the auditing standards used to conduct the audit.

(8) The information required under subsection (3) must be provided for the periods set out in, and in accordance with, Form 25-102F1 and delivered

(a) initially, within 30 days after the designation unless previously provided, and

(b) subsequently, no later than 90 days after the end of each completed financial year of the designated benchmark administrator.

(9) If any of the information delivered by a designated benchmark administrator under paragraph (3)(a) becomes significantly inaccurate, the designated benchmark administrator must promptly deliver a completed amended Form 25-102F1 with updated information.

Information on a designated benchmark

3. (1) A designated benchmark administrator must, for each designated

benchmark that it administers, deliver to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority

(a) information about the provision and distribution of the designated benchmark, including, but not limited to, its procedures, methodologies and distribution model, and

(b) any code of conduct for the relevant benchmark contributors.

(2) The information required under subsection (1) must be provided for the periods set out in, and in accordance with, Form 25-102F2 and delivered

(a) initially, within 30 days of the designation unless previously provided, and

(b) subsequently, no later than 90 days after the end of each completed financial year of the designated benchmark administrator.

(3) If any of the information in a Form 25-102F2 delivered by a designated benchmark administrator in respect of a designated benchmark it administers becomes significantly inaccurate, the designated benchmark administrator must promptly deliver a completed amended Form 25-102F2 Designated Benchmark Annual Form in respect of the designated benchmark with updated information.

Submission to jurisdiction and appointment of agent for service of process

4. (1) A designated benchmark administrator must, if the benchmark administrator is incorporated or organized under the laws of a foreign jurisdiction or does not have an office in Canada, submit to the non-exclusive jurisdiction of tribunals in the applicable jurisdictions of Canada and appoint an agent for service of process in Canada.

(2) The submission to jurisdiction and appointment required under subsection (1) must, unless previously provided, be provided in accordance with Form 25-102F3 and delivered within 30 days after the designation.

(3) A designated benchmark administrator must deliver an amended Form 25-102F3 with updated information at least 30 days before the earlier of

(a) the termination date of the Form, and

(b) the effective date of any amendments to the Form.

(4) Subsection (3) applies until the date that is 6 years after the date on which the designated benchmark administrator ceased to be designated in the jurisdiction.

PART 3 GOVERNANCE

Board of directors

5. (1) A designated benchmark administrator must not distribute information relating to a designated benchmark unless the designated benchmark administrator has a board of directors.

(2) For the purposes of subsection (1), the board of directors of a designated benchmark administrator must not have fewer than 3 members.

(3) For the purposes of subsection (1), at least one-half of the members of the designated benchmark administrator's board of directors must be independent of the designated benchmark administrator and any affiliated entity of the designated benchmark administrator.

(4) For the purposes of subsection (3), a director of the board of directors of a

designated benchmark administrator is not independent if any of the following apply:

(a) other than as compensation for acting as a member of the board of directors or a board committee, the director accepts any consulting, advisory or other compensatory fee from the designated benchmark administrator or any affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(b) the director is a DBA individual or an employee or agent of any affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(c) the director has served on the board of directors for more than 5 years in total;

(d) the director has a relationship with the designated benchmark administrator that may, in the opinion of the board of directors, be reasonably expected to interfere with the exercise of the director's independent judgment.

(5) For the purposes of paragraph (4)(d), in forming its opinion, the board of directors is not required to conclude that a member of a board of directors is not independent solely on the basis that the member is, or was, a benchmark user of a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

Accountability framework requirements

6. (1) In this section, "accountability framework" means the policies and procedures referred to in subsection (2).

(2) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures that are reasonably designed to

(a) ensure and evidence compliance with this Regulation, and

(b) ensure and evidence that the designated benchmark administrator follows the methodology for each designated benchmark it administers.

(3) The accountability framework must specify how the designated benchmark administrator complies with each of the following:

(a) the record-keeping requirements in this Regulation;

(b) the requirements in this Regulation relating to internal review or audit, or a public accountant's limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance;

(c) the complaint handling procedures in this Regulation.

Compliance officer

7. (1) A designated benchmark administrator must designate an officer that monitors and assesses compliance by the designated benchmark administrator and its DBA individuals with securities legislation in relation to benchmarks.

(2) A designated benchmark administrator must not prevent the officer referred to in subsection (1) from directly accessing the designated benchmark administrator's board of directors or a member of the board of directors.

(3) An officer referred to in subsection (1) must do all of the following:

(a) monitor and assess compliance by the designated benchmark administrator and its DBA individuals with the designated benchmark administrator's accountability framework referred to in section 6, control framework referred to in section 9, policies and procedures applicable to benchmarks, and securities legislation in relation to

benchmarks;

(b) at least once every 12 months, submit a report to the designated benchmark administrator's board of directors for the purpose of reporting on

(i) the officer's activities referenced in paragraph (a),

(ii) compliance by the designated benchmark administrator and its DBA individuals with securities legislation in relation to benchmarks, and

(iii) compliance by the designated benchmark administrator with the methodology for each designated benchmark it administers;

(c) report to the designated benchmark administrator's board of directors as soon as reasonably possible if the officer becomes aware of any circumstances indicating that the designated benchmark administrator or its DBA individuals might not be in compliance with securities legislation in relation to benchmarks and any of the following apply:

(i) the suspected non-compliance is reasonably expected to create a significant risk of financial loss to a benchmark user or to any other person;

(ii) the suspected non-compliance is reasonably expected to create a significant risk of harm to the integrity of the capital markets;

(iii) a reasonable person would conclude that the suspected non-compliance is part of a pattern of non-compliance.

(4) An officer referred to in subsection (1) must not participate in any of the following:

(a) the provision of a designated benchmark, including, but not limited to,

(i) the administration of the arrangements for determining the benchmark,

(ii) the collection, analysis or processing of input data for the purposes of determining the benchmark, or

(iii) determining the benchmark through the application of a formula or other method of calculation or by an assessment of input data;

(b) the establishment of compensation levels for any DBA individuals, other than for a DBA individual that reports directly to the officer.

(5) An officer referred to in subsection (1) must certify that a report submitted under paragraph (3)(b) is accurate and complete.

(6) The designated benchmark administrator must not provide a payment or other financial incentive to the officer referred to in subsection (1), or any DBA individual that reports directly to the officer, if that payment or incentive is linked to either of the following:

(a) the financial performance of the designated benchmark administrator or an affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(b) the financial performance of a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

(7) The designated benchmark administrator must not provide a financial incentive to an officer referred to in subsection (1), or any DBA individual that reports directly to the officer, in a manner that a reasonable person would determine compromises the

independence of the officer or the DBA individual.

(8) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure compliance with subsections (6) and (7).

(9) A designated benchmark administrator must deliver to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority, promptly after it is submitted to the board of directors, a report referred to in paragraph (3)(b) or (c).

Oversight committee

8. (1) A designated benchmark administrator must establish and maintain an oversight committee to oversee the provision of a designated benchmark.

(2) The oversight committee must not include individuals that are members of the board of directors of the designated benchmark administrator.

(3) The oversight committee must assess the decisions of the board of directors of the designated benchmark administrator with regards to compliance with securities legislation in relation to a designated benchmark and raise any concerns with those decisions with the board of directors of the designated benchmark administrator.

(4) The oversight committee must provide a copy of its recommendations on benchmark oversight to the board of directors of the designated benchmark administrator.

(5) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures regarding the structure and mandate of the oversight committee.

(6) The board of directors of the designated benchmark administrator must appoint the members of the oversight committee.

(7) A designated benchmark administrator must not distribute information relating to a designated benchmark unless its board of directors has

- (a) approved the policies and procedures referred to in subsection (5), and
- (b) approved the procedures referred to in paragraph (8)(d).

(8) The oversight committee must, for each designated benchmark that the designated benchmark administrator administers, do all of the following:

(a) review the methodology of the designated benchmark at least once in every 12-month period;

(b) oversee any changes to the methodology of the designated benchmark, including requesting that the designated benchmark administrator consult with benchmark contributors or benchmark users on any significant changes to the methodology of the designated benchmark;

(c) oversee the management and operation of the designated benchmark, including the designated benchmark administrator's control framework referred to in section 9;

(d) review and approve procedures for any cessation of the designated benchmark, including procedures governing a consultation about a cessation of the designated benchmark;

(e) oversee any service provider involved in the provision or distribution of the designated benchmark, including calculation agents or dissemination agents;

(f) assess any report resulting from an internal review or audit, or any public accountant's limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance;

(g) monitor the implementation of any remedial actions relating to an internal review or audit, or any public accountant's limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance;

(h) keep minutes of each meeting;

(i) if the designated benchmark is based on input data from a benchmark contributor,

(i) oversee the designated benchmark administrator's establishment, implementation, maintenance and application of the code of conduct referred to in section 24,

(ii) monitor each of the following:

(A) the input data;

(B) the contribution of input data by a benchmark contributor;

(C) the actions of the designated benchmark administrator in challenging or validating contributions of input data,

(iii) take reasonable measures regarding any significant breach of the code of conduct referred to in section 24 to mitigate the impact of the breach and prevent additional breaches in the future, and

(iv) promptly notify the board of directors of the designated benchmark administrator of any breach of the code of conduct referred to in section 24.

(9) If the oversight committee becomes aware that the board of directors of the designated benchmark administrator has acted or intends to act contrary to any recommendations or decisions of the oversight committee, the oversight committee must record that fact in the minutes of its next meeting.

(10) If the oversight committee becomes aware of any of the following, the oversight committee must promptly report it to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority:

(a) any significant misconduct by the designated benchmark administrator in relation to the provision of a designated benchmark;

(b) any significant misconduct by a benchmark contributor in respect of a designated benchmark that is based on input data from the benchmark contributor;

(c) any input data that

(i) a reasonable person would conclude is anomalous or suspicious, and

(ii) is used in determining the benchmark or is contributed by a benchmark contributor.

(11) The oversight committee, and each of its members, must operate with integrity in carrying out its, and their, actions and duties in this Regulation.

(12) A member of the oversight committee must disclose in writing to the oversight committee the nature and extent of any conflict of interest involving the designated benchmark or the designated benchmark administrator.

Control framework

9. (1) In this section, “control framework” means the policies, procedures and controls referred to in subsections (2) and (4).

(2) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies, procedures and controls that are reasonably designed to ensure that a designated benchmark is provided in accordance with this Regulation.

(3) Without limiting the generality of subsection (2), the designated benchmark administrator must ensure that its control framework includes controls relating to all of the following:

(a) management of operational risk, including any risk of financial loss, disruption or damage to the reputation of the designated benchmark administrator from any failure of its information technology systems;

(b) business continuity and disaster recovery plans;

(c) contingency procedures in the event of a disruption to the provision of the designated benchmark or the process applied to provide the designated benchmark.

(4) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies, procedures and controls reasonably designed to

(a) ensure that benchmark contributors comply with the code of conduct referred to in section 24 and the standards for input data in the methodology of the designated benchmark,

(b) monitor input data before any publication relating to the designated benchmark, and

(c) validate input data after publication to identify errors and anomalies.

(5) A designated benchmark administrator must promptly provide written notice to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority describing any significant security incident or any significant systems issue relating to any designated benchmark it administers.

(6) A designated benchmark administrator must review and update its control framework on a reasonably frequent basis and at least once in every 12-month period.

(7) A designated benchmark administrator must make its control framework available, on request and free of charge, to any benchmark user.

Governance requirements

10. (1) A designated benchmark administrator must establish and document a clear organizational structure.

(2) The organizational structure referred to in subsection (1) must establish well-defined and transparent roles and responsibilities for each person involved in the provision of a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

(3) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure that each of its benchmark individuals

(a) has the necessary skills, knowledge, experience, reliability and integrity for the duties assigned to them, and

(b) is subject to adequate management and supervision.

(4) A designated benchmark administrator must ensure that any information published by the benchmark administrator relating to a designated benchmark is internally approved by management of the designated benchmark administrator.

Conflict of interest requirements

11. (1) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures that are reasonably designed to

(a) identify and avoid conflicts of interest, or mitigate risks resulting from conflicts of interest, involving the designated benchmark administrator and its managers, benchmark contributors, benchmark users, DBA individuals and any affiliated entity of the designated benchmark administrator,

(b) ensure that any expert judgment used by the benchmark administrator or DBA individuals in the benchmark determination process is independently and honestly exercised,

(c) protect the integrity and independence of the provision of a designated benchmark, and

(d) ensure that each of its benchmark individuals is not subject to undue influence or conflicts of interest, including ensuring that each of the benchmark individuals

(i) is not subject to compensation or performance evaluations from which conflicts of interest arise or that otherwise impinge on the integrity of the benchmark determination process,

(ii) does not have any financial interests, relationships or business connections that compromise the activities of the designated benchmark administrator,

(iii) does not contribute to a determination of a designated benchmark by way of engaging in bids, offers and trades on a personal basis or on behalf of market participants, except in accordance with explicit requirements of the methodology of the designated benchmark, and

(iv) is subject to procedures to control the exchange of information that may affect a designated benchmark with either of the following:

(A) other DBA individuals involved in activities that may create a risk of conflicts of interest,

(B) benchmark contributors or other third parties.

(2) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures that are reasonably designed to keep separate, operationally, the business of a designated benchmark and its benchmark individuals from any other part of the business of the designated benchmark administrator if the designated benchmark administrator becomes aware of a conflict of interest or a risk of a conflict of interest between the business of the designated benchmark and the other part of the business.

(3) A designated benchmark administrator must promptly publish a description of a significant conflict of interest, or a risk of a significant conflict of interest, in respect of a designated benchmark on becoming aware of the conflict or risk, including, but not limited to, a conflict or risk arising from the ownership or control of the designated benchmark administrator.

(4) The designated benchmark administrator must ensure that the policies and procedures referred to in subsection (1)

(a) take into account the nature of the designated benchmark and the risks that the designated benchmark poses to markets and benchmark users,

(b) protect the confidentiality of information provided to or produced by the designated benchmark administrator, subject to the disclosure and transparency obligations under this Regulation, and

(c) identify and avoid conflicts of interest, or mitigate risks resulting from conflicts of interest, including, but not limited to, those that arise as a result of

(i) expert judgment or other discretion exercised in the benchmark determination process,

(ii) the ownership or control of the designated benchmark administrator or any affiliated entity of the designated benchmark administrator, and

(iii) any other person exercising control or direction over the designated benchmark administrator in relation to determining the designated benchmark.

(5) In the event of a significant failure to apply or follow policies and procedures to which paragraph (4)(b) applies, a designated benchmark administrator must promptly provide written notice of the significant failure to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

Reporting of infringements

12. (1) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply systems and controls reasonably designed for the purposes of detecting and reporting to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority any conduct by a DBA individual or a benchmark contributor that might involve manipulation or attempted manipulation of a designated benchmark.

(2) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures for its DBA individuals to report any contravention of this Regulation to the officer referred to in section 7.

(3) A designated benchmark administrator must promptly provide written notice to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority describing any conduct that it, or any of its DBA individuals, becomes aware of that might involve manipulation or attempted manipulation of a designated benchmark.

Complaint procedures

13. (1) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain, apply and publish policies and procedures reasonably designed for receiving, handling, investigating and resolving complaints relating to a designated benchmark, including, without limitation, complaints in respect of each of the following:

(a) whether a determination of a designated benchmark accurately represents that part of the market or economy the benchmark is intended to record;

(b) whether a determination of a designated benchmark was made in accordance with the methodology of the designated benchmark;

(c) the methodology of a designated benchmark or any proposed change to the methodology.

(2) A designated benchmark administrator must do all of the following:

- (a) provide a written copy of the complaint procedures at no cost to a complainant on request;
- (b) investigate a complaint in a timely and fair manner;
- (c) communicate the outcome of the investigation of a complaint to the complainant within a reasonable period of time;
- (d) conduct the investigation of a complaint independently of persons who may have been involved in the subject-matter of the complaint.

Outsourcing

14. (1) A designated benchmark administrator must not outsource a function, service or activity relating to the administration of a designated benchmark in such a way as to significantly impair either of the following:

- (a) the designated benchmark administrator's control over the provision of the designated benchmark;
- (b) the ability of the designated benchmark administrator to comply with securities legislation in relation to benchmarks.

(2) A designated benchmark administrator that outsources to a service provider a function, service or activity in the provision of a designated benchmark must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure

- (a) the service provider has the ability, capacity, and any authorization required by law, to perform the outsourced function, service or activity reliably and effectively,
- (b) the designated benchmark administrator maintains records documenting the identity and the tasks of each service provider that participates in the provision of a designated benchmark and makes those records available to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority promptly on request,
- (c) the designated benchmark administrator and the service provider to which a function, service or activity is outsourced enter into a written contract that
 - (i) imposes service level requirements on the service provider,
 - (ii) allows the designated benchmark administrator to terminate the agreement when reasonably appropriate,
 - (iii) requires the service provider to disclose to the designated benchmark administrator any development that may have a significant impact on its ability to carry out the outsourced function, service or activity in compliance with applicable law,
 - (iv) requires the service provider to cooperate with the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority regarding the outsourced function, service or activity,
 - (v) includes a provision allowing the designated benchmark administrator to access
 - (i) the books, records and data related to the outsourced function, service or activity, and
 - (ii) the business premises of the service provider,
 - (vi) includes a provision requiring the service provider to provide the

regulator, except in Québec, or securities regulatory authority with the same access to the books, records and data related to the outsourced function, service or activity that the regulator or securities regulatory authority would have if the function, service or activity were not outsourced, and

(vii) includes a provision requiring the service provider to provide the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority with the same rights to access the business premises of the service provider that the regulator or securities regulatory authority would have if the function, service or activity was not outsourced,

(d) the designated benchmark administrator takes reasonable measures if the administrator becomes aware of any circumstances indicating that the service provider might not be carrying out the outsourced function, service or activity in compliance with this Regulation or with the contract referenced in paragraph (c),

(e) the designated benchmark administrator conducts reasonable supervision of the outsourced function, service or activity and manages the risks associated with the outsourcing,

(f) the designated benchmark administrator retains the expertise that a reasonable person would consider to be necessary to conduct reasonable supervision of the outsourced function, service or activity and to manage the risks associated with the outsourcing, and

(g) the designated benchmark administrator takes steps, including developing contingency plans, that a reasonable person would consider to be necessary to avoid or mitigate operational risk related to the participation of the service provider in the provision of the designated benchmark.

PART 4 INPUT DATA AND METHODOLOGY

Input data

15. (1) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure that each of the following are satisfied in respect of input data used in the provision of a designated benchmark:

(a) the input data, in aggregate, is sufficient to provide a designated benchmark that accurately represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(b) the input data will continue to be available on a reliable basis;

(c) if appropriate transaction data is available to satisfy paragraphs (a) and (b), the input data is transaction data;

(d) if appropriate transaction data is not available to satisfy paragraphs (a) and (b), the designated benchmark administrator uses, in accordance with the methodology of the designated benchmark, relevant and appropriate estimated prices, quotes or other values as input data;

(e) the input data is capable of being verified as being accurate and complete.

(2) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies, procedures and controls that are reasonably designed to ensure that input data for a designated benchmark is accurate and complete and that include all of the following:

(a) criteria that determine who may contribute input data to the designated benchmark administrator;

- (b) a process for determining benchmark contributors;
 - (c) a process for assessing a benchmark contributor's compliance with the code of conduct referred to in section 24;
 - (d) a process for applying measures that a reasonable person would consider to be appropriate in the event of non-compliance by a benchmark contributor with the code of conduct referred to in section 24;
 - (e) if appropriate, a process for stopping a benchmark contributor from contributing further input data;
 - (f) a process for verifying input data to ensure its accuracy and completeness.
- (3) If a reasonable person would consider that the input data results in a designated benchmark that does not accurately represent that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, the designated benchmark administrator must do either of the following:
- (a) within a reasonable time, change the input data, the benchmark contributors or the methodology of the designated benchmark in order to ensure that the designated benchmark accurately represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;
 - (b) cease to provide the designated benchmark.
- (4) A designated benchmark administrator must promptly provide written notice to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority if the designated benchmark administrator is required to take an action set out in paragraph (3)(a) or (b).
- (5) A designated benchmark administrator must publicly disclose each of the following:
- (a) the policies and procedures referred to in subsection (1) regarding the types of input data, the priority of use of the different types of input data and the exercise of expert judgment in the determination of a designated benchmark;
 - (b) the methodology of the designated benchmark.

Contribution of input data

- 16.** (1) For the purpose of paragraph 15(1)(a) in respect of a designated benchmark that is based on input data from benchmark contributors, the designated benchmark administrator must obtain, if a reasonable person would consider it to be appropriate, input data from a representative sample of benchmark contributors.
- (2) A designated benchmark administrator must not use input data from a benchmark contributor if the designated benchmark administrator has any indication that the benchmark contributor does not adhere to the code of conduct referred to in section 24, and in such a case, if a reasonable person would consider it to be appropriate, must obtain alternative representative data in accordance with the guidelines referred to in paragraph 17(3)(a).
- (3) If input data is contributed from any front office of a benchmark contributor or an affiliate that performs any activities that relate to or might impact the input data, the designated benchmark administrator must
- (a) obtain information from other sources that confirms the accuracy and completeness of the input data in accordance with its policies and procedures, and
 - (b) ensure that the benchmark contributor has in place adequate internal

oversight and verification procedures.

(4) For the purpose of subsection (3), “front office” means any department, division, group or personnel that performs any pricing, trading, sales, marketing, advertising, solicitation, structuring or brokerage activities.

Methodology

17. (1) A designated benchmark administrator must not use a methodology for determining a designated benchmark unless all of the following apply:

(a) the methodology is sufficient to provide a designated benchmark that accurately and reliably represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(b) the methodology clearly identifies how and when expert judgment may be exercised in the determination of the designated benchmark;

(c) the accuracy and reliability of the methodology is capable of being verified including, if appropriate, by back-testing;

(d) the methodology is reasonably designed to ensure that a determination under the methodology can be made in all reasonable circumstances, without compromising the accuracy and reliability of the methodology;

(e) a determination under the methodology can be verified as being accurate and complete.

(2) A designated benchmark administrator must not implement a methodology for a designated benchmark unless the designated benchmark administrator

(a) takes into account, in the preparation of the methodology, all of the applicable characteristics of that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record,

(b) if applicable, determines what constitutes an active market for the purposes of the designated benchmark, and

(c) establishes the priority given to different types of input data.

(3) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain, apply and publish guidelines that

(a) identify the circumstances in which the quantity or quality of input data falls below the standards necessary for the methodology to provide a designated benchmark that accurately and reliably represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, and

(b) indicate whether and how the designated benchmark is to be calculated in those circumstances.

Proposed significant changes to methodology

18. (1) A designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply procedures that provide for all of the following:

(a) public notice of a proposed significant change to the methodology of a designated benchmark;

(b) the provision of comments by benchmark users and other members of the public on the proposed significant change and its effect on the designated benchmark;

(c) the publication of any comments received unless the commenter has requested that their comments be held in confidence, and the designated benchmark administrator's response to the comments that are published;

(d) public notice of an implemented significant change to the methodology of the designated benchmark.

(2) For the purposes of subsection (1),

(a) the procedures in relation to the public notice under paragraph (1)(a) must provide that notice of the proposed change be published on or before a date that provides benchmark users and other members of the public with reasonable time to consider and comment on the proposed change,

(b) the procedures in relation to the publication of comments under paragraph (1)(c) may permit a part of a written comment to be excluded from publication if both of the following apply:

(i) the designated benchmark administrator considers that disclosure of that part of the comment would be seriously prejudicial to the interests of the designated benchmark administrator or would contravene privacy laws;

(ii) the designated benchmark administrator includes, with the publication, a description of the nature of the comment, and

(c) the procedures in relation to the public notice under paragraph (1)(d) must provide that notice of the implemented change be published on or before an effective date that provides benchmark users and other members of the public with reasonable time to consider the implemented change.

PART 5 DISCLOSURE

Disclosure of methodology

19. (1) A designated benchmark administrator must publish all of the following in respect of the methodology of a designated benchmark:

(a) the information that

(i) a reasonable benchmark contributor may need in order to carry out its responsibilities as a benchmark contributor, and

(ii) a reasonable benchmark user may need in order to evaluate whether the designated benchmark accurately and reliably represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(b) a complete explanation of all of the elements of the methodology, including, but not limited to, the following:

(i) a description of the designated benchmark and of the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(ii) the currency or other unit of measurement of the designated benchmark;

(iii) the criteria used by the designated benchmark administrator for selecting the sources of input data used to determine the designated benchmark;

(iv) the types of input data used to determine the designated benchmark and the priority given to each type;

(v) the benchmark contributors and the criteria used to determine eligibility of a benchmark contributor;

(vi) a description of the constituents of the designated benchmark and the criteria used for selecting and giving weight to them;

(vii) any minimum liquidity requirements for the constituents of the designated benchmark;

(viii) any minimum requirements for the quantity of input data, and any minimum standards for the quality of input data, used to determine the designated benchmark;

(ix) provisions identifying how and when expert judgment may be exercised in the determination of the designated benchmark;

(x) whether the designated benchmark takes into account any reinvestment of dividends paid on securities that are included in the designated benchmark;

(xi) if the methodology may be changed periodically to ensure the designated benchmark continues to accurately represent that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, all of the following:

(A) any criteria to be used to determine when such a change is necessary;

(B) any criteria to be used to determine the frequency of such a change;

(C) any criteria to be used to rebalance the constituents of the designated benchmark as part of making such a change;

(xii) the potential limitations of the methodology and details of any methodology to be used in exceptional circumstances, including in the case of an illiquid market or in periods of stress or where transaction data sources may be insufficient, inaccurate or unreliable;

(xiii) a description of the roles of any third parties involved in data collection for, or in calculation or dissemination of, the designated benchmark;

(xiv) the model or method used for the extrapolation and any interpolation of input data;

(c) the process for the internal review and the approval of the methodology and the frequency of such reviews;

(d) the procedures referred to in section 18;

(e) examples of the types of changes that may constitute a significant change to the methodology.

(2) A designated benchmark administrator must provide written notice to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority of a proposed significant change to the methodology of a designated benchmark at least 45 days before its implementation.

Benchmark statement

20. (1) No later than 15 days following the designation of a designated benchmark, the designated benchmark administrator of the designated benchmark must publish a benchmark statement.

(2) For the purpose of subsection (1), a “benchmark statement” means a statement that includes all of the following:

(a) a description of the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, including all of the following information:

(i) the geographical area, if any, of the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(ii) any other information that a reasonable person would believe to be relevant or useful to help existing or potential benchmark users to understand the relevant features of the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, including both of the following to the extent that reliable information is available:

(A) information on existing or potential participants in the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(B) an indication of the dollar value of the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(b) an explanation of the circumstances in which the designated benchmark might, in the opinion of a reasonable person, no longer represent the part of the market or economy the designated benchmark is intended to record;

(c) technical specifications that set out

(i) the elements of the calculation of the designated benchmark in relation to which expert judgment may be exercised by the designated benchmark administrator or any benchmark contributor,

(ii) the criteria applicable to the exercise of expert judgment by the designated benchmark administrator or any benchmark contributor, and

(iii) the job title of the individuals that are authorized to exercise expert judgment on behalf of the designated benchmark administrator or any benchmark contributor;

(d) how the expert judgment referred to in paragraph (c) could be evaluated;

(e) notice that factors, including external factors beyond the control of the designated benchmark administrator, could necessitate changes to, or the cessation of, the designated benchmark;

(f) notice that changes to, or the cessation of, the designated benchmark could have an impact on contracts and instruments that reference the designated benchmark or on the measurement of the performance of an investment fund that references the designated benchmark;

(g) explanations for all key terms used in the statement relating to the designated benchmark and its methodology;

(h) the rationale for adopting the methodology of the designated benchmark and procedures for the review and approval of the methodology;

(i) a summary of the methodology of the designated benchmark, including, but not limited to, all of the following:

(i) a description of the input data;

(ii) the priority given to different types of input data;

- (iii) the minimum data needed to determine the designated benchmark;
- (iv) the use of any models or methods of extrapolation of input data;
- (v) any procedure for rebalancing the constituents of the designated benchmark;
- (vi) the controls and rules that govern any exercise of expert judgment by the designated benchmark administrator or any benchmark contributor;
- (j) the procedures which govern the provision of the designated benchmark in periods of stress or where transaction data sources may be insufficient, inaccurate or unreliable, and the potential limitations of the designated benchmark in those periods;
- (k) the procedures for dealing with errors in input data or in the determination of the designated benchmark, including when a re-determination of the designated benchmark is required;
- (l) potential limitations of the designated benchmark, including its operation in illiquid or fragmented markets and the possible concentration of input data.

(3) The designated benchmark administrator must review the benchmark statement at least every 2 years.

(4) If there are significant changes to the information in the benchmark statement, the designated benchmark administrator must promptly update the benchmark statement to reflect any changes to the information required by this section.

(5) Where the benchmark statement is updated under subsection (4), the designated benchmark administrator must promptly publish an updated version of the benchmark statement.

Changes to and cessation of a benchmark

21. (1) A designated benchmark administrator must publish, simultaneously with the benchmark statement referred to in subsection 20(1), the procedures to be followed by the designated benchmark administrator in the event of a significant change to or the cessation of a designated benchmark it administers.

(2) If the designated benchmark administrator makes a significant change to the procedures referred to in subsection (1), the designated benchmark administrator must promptly publish the updated procedures.

Registrants, reporting issuers and recognized entities

22. (1) If a person uses a designated benchmark, and if the cessation of the benchmark could have a significant impact on the person or a security issued by the person or a derivative to which the person is a party, the person must establish and maintain a written plan setting out the actions that the person would take in the event that the designated benchmark significantly changes or ceases to be provided and the person is one or more of the following:

- (a) a registrant;
- (b) a reporting issuer;
- (c) a recognized exchange;
- (d) a recognized quotation and trade reporting system;
- (e) a recognized clearing agency within the meaning of Regulation 24-102 respecting Clearing Agency Requirements (chapter V 1.1, r. 8.01).

(2) If a reasonable person would consider it to be appropriate, a person referred to in subsection (1) must

(a) identify, in the plan referred to in subsection (1), one or more benchmarks suitable to substitute for the designated benchmark, and

(b) indicate why the substitution would be suitable.

(3) If a reasonable person would consider it to be appropriate, a person referred to in subsection (1) must reflect the plan referred in that subsection in any security issued by the person, or any derivative to which the person is a party, that references the designated benchmark.

Publishing and disclosing

23. If a designated benchmark administrator is required by this Regulation to publish a document or information, or disclose a document or information to a benchmark user or benchmark contributor, the designated benchmark administrator must publicly and prominently disclose the document or information, free of charge, on the designated benchmark administrator's website.

PART 6 BENCHMARK CONTRIBUTORS

Code of conduct for benchmark contributors

24. (1) If a designated benchmark is determined using input data from benchmark contributors, the designated benchmark administrator of the designated benchmark must establish, document, maintain and apply a code of conduct that specifies the responsibilities of benchmark contributors with respect to the contribution of input data for the designated benchmark.

(2) A designated benchmark administrator must include in the code of conduct referred to in subsection (1) all of the following:

(a) a clear description of the input data to be provided and the requirements necessary to ensure that input data is provided in accordance with sections 12, 15 and 16;

(b) the method by which benchmark contributors confirm and amend the identity of each contributing individual that could contribute input data to the designated benchmark administrator;

(c) procedures to verify the identity of a benchmark contributor and any contributing individual;

(d) procedures to authorize an individual to be a contributing individual;

(e) procedures to ensure that a benchmark contributor contributes all relevant input data;

(f) systems and controls that a benchmark contributor must establish, document, maintain and apply, including all of the following:

(i) procedures for contributing input data to the designated benchmark administrator;

(ii) requirements for the benchmark contributor to

(A) specify whether input data is transaction data, and

(B) confirm whether input data conforms to the designated

benchmark administrator's requirements;

(iii) procedures on the use of expert judgment in contributing input data;

(iv) any requirement for the validation of input data before it is contributed to the designated benchmark administrator;

(v) requirements to maintain records relating to its activities as a benchmark contributor;

(vi) requirements that the benchmark contributor report to the designated benchmark administrator any instance where a reasonable person would believe that a contributing individual, acting on a behalf of the benchmark contributor or any other benchmark contributor, has contributed input data that is inaccurate or incomplete;

(vii) requirements concerning the identification and avoidance of conflicts of interest or mitigation of risks resulting from conflicts of interest;

(viii) the designation of an officer that monitors and assesses compliance by the benchmark contributor and its employees with the code of conduct referred to in section 24, this Regulation and securities legislation relevant to benchmarks;

(ix) a requirement that the officer referred to in paragraph (viii) be provided with direct access to the benchmark contributor's board of directors at such times as the officer may consider necessary or advisable in view of the officer's responsibilities;

(g) a requirement that, if required by the oversight committee referred to in section 8 as a result of a concern with the conduct of a benchmark contributor to a designated interest rate benchmark, the benchmark contributor must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the conduct of the benchmark contributor and the benchmark contributor's compliance with all of the following:

(i) sections 25 and 40;

(ii) the methodology of the designated interest rate benchmark;

(h) a requirement that the benchmark contributor must deliver a copy of the report referred to in paragraph (2)(g) to the oversight committee referred to in section 8.

(3) The designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure, at least once in every 12-month period and promptly after any change to the code of conduct referred to in subsection (1), that a benchmark contributor is adhering to the code of conduct.

Governance and control requirements for benchmark contributors

25. (1) A benchmark contributor to a designated benchmark must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure all of the following:

(a) the contribution of input data by the benchmark contributor is not significantly affected by any conflict of interest involving the benchmark contributor and its employees, officers, directors and agents, if a reasonable person would consider that the contribution of the input data might be inaccurate or incomplete;

(b) if any expert judgment contemplated by this Regulation is exercised by the benchmark contributor in contributing input data, the benchmark contributor exercises

the expert judgment independently and in good faith and in accordance with the code of conduct referred to in section 24.

(2) A benchmark contributor to a designated benchmark must establish, document, maintain and apply policies, procedures and controls reasonably designed to ensure the accuracy and completeness of each contribution of input data to the designated benchmark administrator, including policies, procedures and controls governing all of the following:

(a) the manner in which the input data is contributed in compliance with this Regulation and the code of conduct referred to in section 24;

(b) who may submit input data to the designated benchmark administrator including, where applicable, a process for sign-off by an individual holding a position senior to that of a contributing individual;

(c) training for contributing individuals with respect to this Regulation;

(d) the identification and avoidance of conflicts of interest or mitigation of risks resulting from conflicts of interest, including, but not limited to, when appropriate

(i) organizational separation of contributing individuals from employees whose responsibilities include transacting the underlying interest of the benchmark, and

(ii) removal or avoidance of incentives to manipulate a designated benchmark that may arise from remuneration policies.

(3) Before contributing input data for a designated benchmark, a benchmark contributor to a designated benchmark must

(a) establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to guide any use of expert judgment, and

(b) if expert judgment is exercised in relation to input data, retain records that record the rationale for any decision made to use that expert judgment and the manner of the exercise of the expert judgment.

(4) A benchmark contributor to a designated benchmark must keep, for a period of 7 years from the date the record was made or received by the designated benchmark administrator, whichever is later, records relating to each of the following:

(a) communications in relation to the contribution of input data;

(b) all information used by the benchmark contributor to make each contribution, including details of any contributions made and the names of the contributing individuals;

(c) all documentation relating to the identification and avoidance of conflicts of interest or mitigation of risks resulting from conflicts of interest;

(d) a description of the potential for financial loss or gain of the benchmark contributor and each contributing individual to financial instruments that reference the designated benchmark for which it acts as a benchmark contributor;

(e) any internal or external review of the benchmark contributor, including, for greater certainty, each limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance under this Regulation.

(5) A benchmark contributor to a designated benchmark must

(a) cooperate with the designated benchmark administrator in the review and

supervision of the provision of the designated benchmark, including, but not limited to, cooperation in connection with any limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance under this Regulation, and

(b) make available the information and records kept in accordance with subsection (4) to

(i) the designated benchmark administrator, or

(ii) any public accountant in connection with any limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance under this Regulation.

Compliance officer for benchmark contributors

26. (1) A benchmark contributor to a designated benchmark must designate an officer that monitors and assesses compliance by the benchmark contributor and its employees with the code of conduct referred to in section 24, this Regulation and securities legislation relevant to benchmarks.

(2) A benchmark contributor must permit the officer referred to in subsection (1) to directly access the benchmark contributor's board of directors at such times as the officer may consider necessary or advisable in view of the officer's responsibilities.

PART 7 RECORDKEEPING

Books and records

27. (1) A designated benchmark administrator must keep such books and records and other documents as are necessary to account for the conduct of its activities as a designated benchmark administrator, its business transactions and its financial affairs relating to its designated benchmarks.

(2) A designated benchmark administrator must keep records of all of the following:

(a) all input data, including how the data was used;

(b) if input data is rejected despite conforming to the requirements of the methodology of the designated benchmark, the rationale for rejecting the input data;

(c) the methodology of a designated benchmark;

(d) any exercise of expert judgment by the designated benchmark administrator in the determination of a designated benchmark, including the basis for the exercise of expert judgment;

(e) changes in or deviations from policies, procedures, controls and methodologies;

(f) the identities of the contributing individuals and of the benchmark individuals;

(g) all documents relating to a complaint;

(h) communications, including telephone conversations, between any benchmark individual and benchmark contributors or contributing individuals in respect of a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

(3) A designated benchmark administrator must keep the records described in subsection (2) in such a form that it is possible to

- (a) replicate the determination of a designated benchmark, and
 - (b) enable an audit, review or evaluation of any input data, calculation, or exercise of expert judgment, including in connection with any limited assurance report on compliance or reasonable assurance report on compliance under this Regulation.
- (4) A designated benchmark administrator must retain the books, records and documents required to be maintained under this section
- (a) for a period of 7 years from the date the record was made or received by the designated benchmark administrator,
 - (b) in a safe location and a durable form, and
 - (c) in a manner that permits those books, records and documents to be provided on request promptly to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

PART 8
DESIGNATED CRITICAL BENCHMARKS, DESIGNATED INTEREST RATE BENCHMARKS AND DESIGNATED REGULATED-DATA BENCHMARKS

DIVISION 1 Designated critical benchmarks

Administration of a designated critical benchmark

28. (1) If a designated benchmark administrator decides to cease providing a designated critical benchmark, the designated benchmark administrator must

- (a) promptly notify the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority, and
- (b) not more than 4 weeks after notifying the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority, submit a plan to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority of how the designated critical benchmark can be transitioned to a new designated benchmark administrator or cease to be provided.

(2) Following the submission of the plan referred to paragraph (1)(b), the designated benchmark administrator must continue to provide the designated critical benchmark until one or more of the following has occurred:

- (a) the provision of the designated critical benchmark has been transitioned to a new designated benchmark administrator;
- (b) the designated benchmark administrator receives notice from the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority authorizing the cessation;
- (c) the designation of the designated benchmark has been revoked or varied to reflect that the designated benchmark is no longer a designated critical benchmark;
- (d) unless paragraph (e) applies, 12 months have elapsed from the submission of the plan referred to paragraph (1)(b);
- (e) a period longer than 12 months has elapsed from the submission of the plan referred to in paragraph (1)(b), if that period is provided by the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority in written notice delivered to the designated benchmark administrator before the elapsing of the 12 months.

Access

29. A designated benchmark administrator of a designated critical benchmark must take reasonable steps to ensure that benchmark users or potential benchmarks users have

access to the designated critical benchmark on a fair, reasonable, transparent and non-discriminatory basis.

Assessment

30. A designated benchmark administrator of a designated critical benchmark must, at least once in each 24-month period, submit to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority an assessment of the capability of the designated critical benchmark to accurately represent that part of the market or economy the designated critical benchmark is intended to record.

Benchmark contributor to a designated critical benchmark

31. (1) If a benchmark contributor to a designated critical benchmark decides to cease contributing input data, it must promptly notify in writing the designated benchmark administrator.

(2) If a designated benchmark administrator receives a notice referred to in subsection (1), the designated benchmark administrator must

(a) promptly notify the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority of the decision referred to in subsection (1), and

(b) no later than 14 days after receipt of the notice, submit to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority an assessment of the impact of the benchmark contributor ceasing to contribute input data on the capability of the designated critical benchmark to accurately represent that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record.

Oversight committee

32. (1) For a designated critical benchmark, at least one-half of the members of the oversight committee referred to in section 8 must be independent of the designated benchmark administrator and any affiliated entity of the designated benchmark administrator.

(2) For the purposes of subsection (1), a member of the oversight committee is not independent if any of the following apply:

(a) other than as compensation for acting as a member of the oversight committee, the member accepts any consulting, advisory or other compensatory fee from the designated benchmark administrator or any affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(b) the member is a DBA individual or an employee or agent of any affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(c) the member has served on the oversight committee for more than 5 years in total;

(d) the member has a relationship with the designated benchmark administrator that may, in the opinion of the board of directors of the designated benchmark administrator, be reasonably expected to interfere with the exercise of the member's independent judgment.

(3) For the purposes of paragraph (2)(d), in forming its opinion, the board of directors is not required to conclude that a member of the oversight committee is not independent solely because the member is, or was, a benchmark user of a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

(4) The oversight committee must

- (a) publish details of its membership, any declarations of any conflicts of interest of its members, and the processes for election or nomination of its members, and
- (b) hold no less than one meeting every 4 months.

Assurance report on designated benchmark administrator

33. (1) A designated benchmark administrator must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee referred to in section 8, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the designated benchmark administrator's compliance with all of the following in respect of each designated critical benchmark it administers:

- (a) sections 6, 9 to 17 and 27;
- (b) the methodology of the designated critical benchmark.

(2) The engagement referred to in subsection (1) must be carried out once in every 12-month period.

(3) A designated benchmark administrator must, within 10 days of the receipt of a report provided for in subsection (1), publish a copy of the report and deliver a copy of the report to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

Assurance report on benchmark contributor

34. (1) If required by the oversight committee referred to in section 8 as a result of a concern with the conduct of a benchmark contributor to a designated critical benchmark, the benchmark contributor must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the conduct of the benchmark contributor and its compliance with all of the following:

- (a) section 25;
- (b) the methodology of the designated critical benchmark.

(2) A benchmark contributor must, within 10 days of the receipt of a report provided for in subsection (1), deliver a copy of the report to

- (a) the oversight committee,
- (b) the board of directors of the designated benchmark administrator, and
- (c) the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

DIVISION 2 Designated interest rate benchmarks

Accurate and sufficient data

35. (1) For the purposes of subsection 15(1) and paragraph 15(5)(a), input data for the determination of a designated interest rate benchmark must be used by the designated benchmark administrator in the following order of priority:

- (a) a benchmark contributor's transactions in the underlying market that a designated interest rate benchmark intends to measure or, if not sufficient, its transactions in related markets, including, but not limited to
 - (i) the unsecured inter-bank deposit market,
 - (ii) other unsecured deposit markets,

(iii) markets for commercial paper, and

(iv) other markets generally, including markets for overnight index swaps, repurchase agreements, foreign exchange forwards, interest rate futures and options, provided that those transactions comply with the input data requirements in the code of conduct referred to in section 24;

(b) if the input data referred to in paragraph (a) is not available, a benchmark contributor's observations of third-party transactions in the markets described in paragraph (a);

(c) if the input data referred to in paragraphs (a) and (b) is not available, committed quotes;

(d) in any other case, indicative quotes or expert judgments.

(2) For the purposes of subsections 15(1) and (3), input data for a designated interest rate benchmark may be adjusted by the designated benchmark administrator to more accurately represent that part of the market or economy that the designated interest rate benchmark is intended to record, including, but not limited to, where:

(a) the time of the transactions that are the basis for the input data is not sufficiently proximate to the time of contribution of the input data;

(b) a market event occurs between the time of the transactions and the time of contribution of the input data and the market event might, in the opinion of a reasonable person, have a significant impact on the designated interest rate benchmark;

(c) there have been changes in the credit risk of the benchmark contributors and other market participants that might, in the opinion of a reasonable person, have a significant impact on the designated interest rate benchmark.

Oversight committee

36. (1) For a designated interest rate benchmark, at least one-half of the members of the oversight committee referred to in section 8 must be independent of the designated benchmark administrator and any affiliated entity of the designated benchmark administrator.

(2) For the purposes of subsection (1), a member of the oversight committee is not independent if any of the following apply:

(a) other than as compensation for acting as a member of the oversight committee, the member accepts any consulting, advisory or other compensatory fee from the designated benchmark administrator or any affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(b) the member is a DBA individual or an employee or agent of any affiliated entity of the designated benchmark administrator;

(c) the member has served on the oversight committee for more than 5 years in total;

(d) the member has a relationship with the designated benchmark administrator that may, in the opinion of the board of directors of the designated benchmark administrator, be reasonably expected to interfere with the exercise of the member's independent judgment.

(3) For the purposes of paragraph (2)(d), in forming its opinion, the board of directors is not required to conclude that a member of the oversight committee is not independent solely because the member is, or was, a benchmark user of a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

- (4) The oversight committee must
- (a) publish details of its membership, any declarations of any conflicts of interest of its members, and the processes for election or nomination of its members, and
 - (b) hold no less than one meeting every 4 months.

Assurance report on designated benchmark administrator

37. (1) A designated benchmark administrator must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee referred to in section 8, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the designated benchmark administrator's compliance with all of the following in respect of each designated interest rate benchmark it administers:

- (a) sections 6, 9 to 17, 27 and 35;
- (b) the methodology of the designated interest rate benchmark.

(2) The engagement referred to in subsection (1) must be carried out for the first time 6 months after the introduction of a code of conduct for benchmark contributors referred to in section 24 and subsequently every 2 years.

(3) A designated benchmark administrator must, within 10 days of the receipt of a report provided for in subsection (1), publish a copy of the report and deliver a copy of the report to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

Assurance report on benchmark contributor required by oversight committee

38. (1) If required by the oversight committee referred to in section 8 as a result of a concern with the conduct of a benchmark contributor to a designated interest rate benchmark, the benchmark contributor must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the conduct of the benchmark contributor and its compliance with all of the following:

- (a) sections 25 and 40;
- (b) the methodology of the designated interest rate benchmark.

(2) The benchmark contributor must, within 10 days of the receipt of a report provided for in subsection (1), deliver a copy of the report to

- (a) the oversight committee,
- (b) the board of directors of the designated benchmark administrator, and
- (c) the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

Assurance report on benchmark contributor required at certain times

39. (1) A benchmark contributor to a designated interest rate benchmark must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the conduct and input data of the benchmark contributor and its compliance with all of the following:

- (a) sections 25 and 40;
- (b) the methodology of the designated interest rate benchmark;

(c) the code of conduct referred to in section 24.

(2) The engagement referred to in subsection (1) must be carried out for the first time 6 months after the introduction of a code of conduct for benchmark contributors referred to in section 24 and subsequently every 2 years.

(3) The benchmark contributor must, within 10 days of the receipt of a report provided for in subsection (1), deliver a copy of the report to

- (a) the oversight committee,
- (b) the board of directors of the designated benchmark administrator, and
- (c) the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority.

Benchmark contributor policies and procedures

40. (1) The requirements in subsections (2) to (7) apply to a benchmark contributor only in respect of a designated interest rate benchmark.

(2) Each contributing individual of the benchmark contributor and the direct managers of that contributing individual must provide a written statement to the benchmark contributor and the designated benchmark administrator that they will comply with the code of conduct referred to in section 24.

(3) The benchmark contributor must establish, document, maintain and apply policies, procedures and controls reasonably designed to ensure all of the following:

- (a) there is an outline of responsibilities within the benchmark contributor's organization, including internal reporting lines and accountabilities;
- (b) the maintenance of a current list of the names and locations of contributing individuals and managers and their alternates;
- (c) there are internal procedures for sign-off of contributions of input data;
- (d) there are disciplinary procedures in respect of an actual or attempted manipulation, or a failure to report an actual or attempted manipulation, by any party, including, but not limited to, any party external to the contribution process;
- (e) there are conflicts of interest management procedures and communication controls, both within the benchmark contributor's organization and between benchmark contributors and other third parties, to avoid any inappropriate external influence over those responsible for contributing rates;
- (f) there is a requirement that contributing individuals employed by the benchmark contributor work in locations physically separated from interest rate derivatives traders;
- (g) the prevention or control of the exchange of information between persons engaged in activities involving a risk of conflict of interest where the exchange of that information may affect the input data contributed;
- (h) there are requirements to avoid collusion
 - (i) among benchmark contributors, and
 - (ii) between benchmark contributors and the designated benchmark administrator;
- (i) there are measures to prevent, or limit, any person from exercising inappropriate influence over the way persons contribute input data;

(j) the removal of any direct link between the remuneration of employees involved in the contribution of input data and the remuneration of, or revenues generated by, persons engaged in another activity, where a conflict of interest may arise in relation to those activities;

(k) there are controls to identify any reverse transaction subsequent to the contribution of input data.

(4) The benchmark contributor must keep detailed records of all of the following:

- (a) all relevant aspects of contributions of input data;
- (b) the process governing input data determination and the sign-off of input data;
- (c) the names of contributing individuals and their responsibilities;
- (d) any communications between the contributing individuals and other persons, including internal and external traders and brokers, in relation to the determination or contribution of input data;
- (e) any interaction of contributing individuals with the designated benchmark administrator or any calculation agent;
- (f) any queries regarding the input data and the outcome of those queries;
- (g) sensitivity analysis for interest rate swap trading books and any other derivative trading books with a significant exposure to interest rate fixings in respect of input data.

(5) The benchmark contributor and the designated benchmark administrator must keep each of their records on a medium that allows the storage of information to be accessible for future reference with a documented audit trail.

(6) The benchmark contributor's officer referred to in section 26 must report any findings, including any reverse transaction subsequent to the contribution of input data, to the benchmark contributor's board of directors on a regular basis.

(7) A benchmark contributor to a designated interest rate benchmark must subject the benchmark contributor's input data and procedures to regular internal reviews.

DIVISION 3 Designated regulated-data benchmarks

Non-application to designated regulated-data benchmarks

41. A designated regulated-data benchmark is exempt from the requirements in

- (a) subsections 12(1) and (2),
- (b) subsection 15(2),
- (c) subsections 16(1), (2) and (3),
- (d) sections 24, 25 and 26, and
- (e) paragraph 27(2)(a).

**PART 9
DISCRETIONARY EXEMPTIONS**

Exemptions

42. (1) The regulator, except in Québec, or the securities regulatory authority may grant an exemption from the provisions of this Regulation, in whole or in part, subject to such conditions or restrictions as may be imposed in the exemption.

(2) Despite subsection (1), in Ontario, only the regulator may grant an exemption.

(3) Except in Alberta and Ontario, an exemption referred to in subsection (1) is granted under the statute referred to in Appendix B of Regulation 14-101 respecting Definitions (chapter V-1.1, r. 3) opposite the name of the local jurisdiction.

**PART 10
EFFECTIVE DATE**

Effective date

43. This Regulation comes into force on *(indicate here the date of coming into force of this Regulation)*.

APPENDIX A
DEFINITIONS APPLYING IN CERTAIN JURISDICTIONS
(Subsection 1(4))

“benchmark” means a price, estimate, rate, index or value that is

- (a) determined from time to time by reference to an assessment of one or more underlying interests,
- (b) made available to the public, either free of charge or on payment, and
- (c) used for reference for any purpose, including,
 - (i) determining the interest payable, or other sums that are due, under a contract, derivative, instrument or security,
 - (ii) determining the value of a contract, derivative, instrument or security or the price at which it may be traded,
 - (iii) measuring the performance of a contract, derivative, investment fund, instrument or security, or
 - (iv) any other use by an investment fund;

“benchmark administrator” means a person that administers a benchmark;

“benchmark contributor” means a person that engages or participates in the provision of information for use by a benchmark administrator for the purpose of determining a benchmark;

“benchmark user” means a person that, in relation to a contract, derivative, investment fund, instrument or security, uses a benchmark.

**FORM 25-102F1
DESIGNATED BENCHMARK ADMINISTRATOR – ANNUAL FORM**

Instructions

(1) *Terms used in this form but not defined in this form have the meaning given to them in the Regulation.*

(2) *Unless otherwise specified, the information in this form must be presented as at the last day of the designated benchmark administrator's most recently completed financial year. If necessary, the designated benchmark administrator must update the information provided so it is not misleading when it is delivered. For information presented as at any date other than the last day of the designated benchmark administrator's most recently completed financial year, specify the relevant date in the form.*

(3) *Designated benchmark administrators are reminded that it is an offence under securities legislation to give false or misleading information on this form.*

Item 1. Name of Designated Benchmark Administrator

State the name of the designated benchmark administrator.

Item 2. Organization and Structure of Designated Benchmark Administrator

Describe the organizational structure of the designated benchmark administrator, including, as applicable, an organizational chart that identifies the ultimate and intermediate parent companies, subsidiaries, and material affiliated entities of the designated benchmark administrator (if any); an organizational chart showing the divisions, departments, and business units of the designated benchmark administrator; and an organizational chart showing the managerial structure of the designated benchmark administrator, including the officer referred to in section 7 of the Regulation and the oversight committee referred to in section 8 of the Regulation. Provide detailed information regarding the designated benchmark administrator's legal structure and ownership.

Item 3. Designated Benchmark

Provide the name of the designated benchmark.

Item 4. Policies and Procedures re Confidential Information

Unless previously provided, attach a copy of the most recent written policies and procedures established and maintained by the designated benchmark administrator to prevent the misuse of confidential information.

Item 5. Policies and Procedures re Conflicts of Interest

Unless previously provided, attach a copy of the most recent written policies and procedures established and maintained with respect to conflicts of interest.

Item 6. Conflicts of Interest Arising from the Control or Ownership Structure of the Applicant

(a) Describe any conflicts of interest that arise from the control or ownership structure of the designated benchmark administrator, or from any other activities of the designated benchmark administrator or any affiliated entity of the designated benchmark administrator, in relation to a designated benchmark administered by the designated benchmark administrator.

(b) Describe the designated benchmark administrator's policies and

procedures to manage or mitigate each conflict of interest described in paragraph (a).

Item 7. Policies and Procedures re Control Framework

Describe the designated benchmark administrator's control framework referred to in section 9 of the Regulation and policies and procedures designed to ensure the quality of the designated benchmark.

Item 8. Policies and Procedures re Complaints

Describe the designated benchmark administrator's policies and procedures regarding complaints.

Item 9. Policies and Procedures re Books and Records

Describe the designated benchmark administrator's policies and procedures regarding recordkeeping.

Item 10. Outsourced Service Providers

Describe the designated benchmark administrator's policies and procedures regarding outsourcing and disclose the following information about the designated benchmark administrator's outsourced service providers (OSPs) and the individuals who supervise the OSPs:

- The identity of each OSP and each of their key individual contacts,
- The total number of supervisors of each OSP,
- A general description of the minimum qualifications required of the OSPs for any outsourcing, and
- A general description of the minimum qualifications required of the benchmark individuals' supervisors for any outsourcing, including education level and work experience.

Item 11. Benchmark Individuals

Disclose the following information about the benchmark individuals of the designated benchmark administrator and the individuals who supervise the benchmark individuals:

- The total number of benchmark individuals,
- The total number of supervisors of benchmark individuals,
- A general description of the minimum qualifications required of the benchmark individuals, including education level and work experience (if applicable, distinguish between junior, mid, and senior level benchmark individuals), and
- A general description of the minimum qualifications required of the benchmark individuals' supervisors, including education level and work experience.

Item 12. Compliance Officer

Disclose the following information about the officer of the designated benchmark administrator referred to in section 7 of the Regulation:

- Name,
- Employment history,

- Post-secondary education, and
- Whether employed full-time or part-time by the designated benchmark administrator.

Item 13. Specified Revenue

Disclose information, as applicable, regarding the designated benchmark administrator's aggregate revenue for the most recently completed financial year:

- Revenue from determining the designated benchmark,
- Revenue from determining any other benchmarks administered by the designated benchmark administrator (which may be provided as an aggregate number for all other benchmarks administered by the designated benchmark administrator),
- Revenue from granting licences or rights to publish information about the designated benchmark, and
- Revenue from granting licences or rights to publish information about any other benchmarks administered by the designated benchmark administrator (which may be provided as an aggregate number for all other benchmarks administered by the designated benchmark administrator).

Include financial information on the revenue of the designated benchmark administrator divided into fees from benchmark and non-benchmark activities, including a comprehensive description of each.

This information is not required to be audited, but any disaggregation of revenue must be determined using the same accounting principles as the annual financial statements required by section 2 of the Regulation.

Item 14. Financial Statements

Attach a copy of the annual financial statements required by section 2 of the Regulation.

Item 15. Verification Certificate

Include a certificate of the designated benchmark administrator in the following form:

"The undersigned has executed this Form 25-102F1 Designated Benchmark Administrator Annual Form on behalf of, and on the authority of, [the designated benchmark administrator]. The undersigned, on behalf of [the designated benchmark administrator], represents that the information and statements contained in this Form, including appendices and attachments, all of which are part of this Form, are true and correct.

(Date)

(Name of the Designated Benchmark Administrator)

By: _____
(Print Name and Title)

(Signature)".

**FORM 25-102F2
DESIGNATED BENCHMARK – ANNUAL FORM**

Instructions

(1) *Terms used in this form but not defined in this form have the meaning given to them in the Regulation.*

(2) *Unless otherwise specified, the information in this form must be presented as at the last day of the designated benchmark administrator's most recently completed financial year. If necessary, the designated benchmark administrator must update the information provided so it is not misleading when it is delivered. For information presented as at any date other than the last day of the designated benchmark administrator's most recently completed financial year, specify the relevant date in the form.*

(3) *Designated benchmark administrators are reminded that it is an offence under securities legislation to give false or misleading information on this form.*

Item 1. Name of Designated Benchmark Administrator

State the name of the designated benchmark administrator.

Item 2. Designated Benchmark

Provide the name of the designated benchmark and whether it is also any of the following:

- interest rate benchmark,
- critical benchmark,
- regulated-data benchmark.

Item 3. Benchmark Distribution Model

Describe how the designated benchmark administrator makes the designated benchmark readily accessible for free or for a fee. If a person must pay a fee to obtain information about the designated benchmark made readily accessible by the designated benchmark administrator, provide a fee schedule or describe the prices charged.

Item 4. Procedures and Methodologies

Describe the procedures and methodologies used by the designated benchmark administrator to determine the designated benchmark. The description must be sufficiently detailed to provide an understanding of the processes employed by the designated benchmark administrator in determining the designated benchmark, including, as applicable:

- the public and non-public sources of information used in determining the designated benchmark, including information provided by benchmark contributors;
- procedures for monitoring, reviewing, and updating the designated benchmark,
- the methodologies, policies and procedures described in the Regulation.

A designated benchmark administrator may provide the location on its website where additional information about the methodologies, policies and procedures is located.

Item 5 Code of Conduct for Benchmark Contributors

Unless previously provided, attach a copy of any code of conduct for benchmark contributors.

Item 6. Verification Certificate

Include a certificate of the designated benchmark administrator in the following form:

“The undersigned has executed this Form 25-102F2 Designated Benchmark Annual Form on behalf of, and on the authority of, [the designated benchmark administrator]. The undersigned, on behalf of [the designated benchmark administrator], represents that the information and statements contained in this Form, including appendices and attachments, all of which are part of this Form, are true and correct.

(Date)

(Name of the Designated Benchmark Administrator)

By: _____
(Print Name and Title)

(Signature)”.

**FORM 25-102F3
SUBMISSION TO JURISDICTION AND APPOINTMENT OF AGENT FOR
SERVICE OF PROCESS**

1. Name of designated benchmark administrator (DBA):
2. Jurisdiction of incorporation, or equivalent, of DBA:
3. Address of principal place of business of DBA:
4. Name, email address, phone number and fax number of contact person at principal place of business of DBA:
5. Name of agent for service of process (Agent):
6. Address in Canada for service of process of Agent:
7. Name, email address, phone number and fax number of contact person of Agent:
8. The DBA designates and appoints the Agent at the address of the Agent stated in Item 6 as its agent on whom may be served any notice, pleading, subpoena, summons or other process in any action, investigation or administrative, criminal, quasi-criminal, penal or other proceeding (the Proceeding) arising out of, relating to or concerning the determination of a designated benchmark administered by the DBA or the obligations of the DBA as a designated benchmark administrator, and irrevocably waives any right to raise as a defence in any such Proceeding any alleged lack of jurisdiction to bring such Proceeding.
9. The DBA irrevocably and unconditionally submits to the non-exclusive jurisdiction of
 - (a) the judicial, quasi-judicial and administrative tribunals of each of the provinces and territories of Canada in which it is a designated benchmark administrator; and
 - (b) any administrative proceeding in any such province or territory,
 in any Proceeding arising out of or related to or concerning the determination of a designated benchmark administered by the DBA or the obligations of the DBA as a designated benchmark administrator.
10. This submission to jurisdiction and appointment of agent for service of process is governed by and construed in accordance with the laws of [insert province or territory of above address of Agent].

Signature of Designated Benchmark Administrator

Date

Print name and title of signing officer
of Designated Benchmark Administrator

AGENT

The undersigned accepts the appointment as agent for service of process of [insert name of DBA] under the terms and conditions of the appointment of agent for service of process set out in this document.

Signature of Agent

Date

Print name of person signing and, if Agent is not an individual, the title of the person

POLICY STATEMENT TO REGULATION 25-102 RESPECTING DESIGNATED BENCHMARKS AND BENCHMARK ADMINISTRATORS

**PART 1
GENERAL COMMENTS**

Introduction

This policy statement (the “Policy Statement”) provides guidance on how the Canadian Securities Administrators (“we”) interpret various matters in *Regulation 25-102 respecting Designated Benchmarks and Benchmark Administrators (insert the reference)* (the “Regulation”).

Except for Parts 1 and 8, the numbering and headings of Parts, sections and subsections in this Policy Statement generally correspond to the numbering and headings in the Regulation. Any general guidance for a Part or section appears immediately after the Part or section name. Any specific guidance on a section or subsection follows any general guidance. If there is no guidance for a Part or section, the numbering in this Policy Statement will skip to the next provision that does have guidance.

Introduction to the Regulation

Securities legislation provides that a benchmark administrator or a regulator may apply to a securities regulatory authority to request the designation of a benchmark or a benchmark administrator. In Québec, the securities regulatory authority may make the designation on its own initiative. “Regulator” and “securities regulatory authority” are defined in *Regulation 14-101 respecting Definitions* (chapter V-1.1, r. 3).

The Regulation contains requirements that apply to designated benchmark administrators, benchmark contributors and certain benchmark users in respect of a designated benchmark. In addition to general requirements in the Regulation that apply in respect of any designated benchmark, there are additional requirements in the Regulation that apply to designated critical benchmarks and designated interest rate benchmarks. The Regulation also includes a number of exemptions from certain requirements for designated benchmarks administrators and benchmark contributors in respect of designated regulated-data benchmarks.

When designating a benchmark, a securities regulatory authority will issue a decision document designating the benchmark as a designated benchmark. If applicable, the decision document will indicate if the benchmark is also designated as a designated critical benchmark, a designated interest rate benchmark or a designated regulated-data benchmark. It is possible that a designated benchmark will receive two designations:

- a designated interest rate benchmark may also be designated as designated critical benchmark, and
- a designated regulated-data benchmark may also be designated as a designated critical benchmark.

As discussed below, we expect a benchmark administrator that applies for designation of a benchmark to provide written submissions on whether the administrator considers the benchmark to be a critical benchmark, an interest rate benchmark or a regulated-data benchmark.

When designating a benchmark administrator, a securities regulatory authority will issue a decision document designating the benchmark administrator as a designated benchmark administrator of one or more designated benchmarks.

We expect that a benchmark administrator that applies under securities legislation for the designation of the administrator or a benchmark will provide written submissions that contain the same information as that required by Form 25-102F1 *Designated*

Benchmark Administrator Annual Form and Form 25-102F2 Designated Benchmark Annual Form in a format that is consistent with those forms.

Definitions and Interpretation

Subsection 1(1) – Definition of designated critical benchmark

“Designated critical benchmark” is a benchmark that is designated as a “critical benchmark” by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority. In addition to general requirements in the Regulation that apply in respect of any designated benchmark, there are specific requirements in Division 1 of Part 8 of the Regulation that apply to designated critical benchmarks.

Staff of a regulator or securities regulatory authority may recommend that the regulator or the securities regulatory authority designate a benchmark as a “critical benchmark” if the benchmark is critical to financial markets in Canada or a region of Canada. The following two factors are among those that will be considered:

(a) the benchmark is used directly or indirectly within a combination of benchmarks as a reference for financial instruments or financial contracts or for measuring the performance of investment funds, having a total value in Canada of at least \$400 billion on the basis of the range of maturities or tenors of the benchmark, where applicable; or

(b) the benchmark satisfies all of the following criteria:

(i) the benchmark is used directly or indirectly within a combination of benchmarks as a reference for financial instruments or financial contracts or for measuring the performance of investment funds having a total value in one or more jurisdictions of Canada that is significant, on the basis of all the range of maturities or tenors of the benchmark, where applicable;

(ii) the benchmark has no, or very few, appropriate market-led substitutes;

(iii) in the event that the benchmark is no longer provided, or is provided on the basis of input data that is no longer sufficient to provide a benchmark that accurately represents that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record, or on the basis of unreliable input data, there would be significant and adverse impacts on

(A) market integrity, financial stability, the real economy, or the financing of businesses in one or more jurisdictions of Canada, or

(B) a significant number of market participants in one or more jurisdictions of Canada.

For the purpose of paragraph (a) and subparagraph (b)(i), staff of a regulator or securities regulatory authority will consider, among other things, the outstanding principal amount of any debt securities that reference the benchmark, the outstanding notional amount of any derivatives that reference the benchmark, and the outstanding net asset value of any investment funds that use the benchmark to measure performance.

We note that the above list is not a complete list of factors and the existence of one of these factors by itself will not necessarily determine whether a benchmark is a critical benchmark. Instead, staff intend to follow a holistic approach where all relevant factors are considered.

We expect that a benchmark administrator that applies under securities legislation for the designation of a benchmark will provide, with its application, written submissions on whether the regulator, except in Québec, or the securities regulatory authority should designate the benchmark as a critical benchmark.

Subsection 1(1) – Definition of designated interest rate benchmark

“Designated interest rate benchmark” is a benchmark that is designated as an “interest rate benchmark” by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority. In addition to general requirements in the Regulation that apply in respect of any designated benchmark, there are specific requirements in Division 2 of Part 8 of the Regulation that apply to designated interest rate benchmarks.

Staff of a regulator or securities regulatory authority may recommend that the regulator or the securities regulatory authority designate a benchmark as an “interest rate benchmark” if the benchmark is used to set interest rates of debt securities or is otherwise used as a reference in derivatives or other instruments. Factors that will be considered include the following:

- (a) the benchmark is determined on the basis of the rate at which financial institutions may lend to, or borrow from, other financial institutions, or market participants other than financial institutions, in the money market; or
- (b) the benchmark is determined from a survey of bid-side rates contributed by financial institutions that routinely accept bankers’ acceptances issued by borrowers and are market makers in bankers’ acceptances either directly or through an affiliate.

We note that the above list is not exhaustive.

We expect that a benchmark administrator that applies under securities legislation for the designation of a benchmark will provide, with its application, written submissions on whether the regulator, except in Québec, or the securities regulatory authority should designate the benchmark as an interest rate benchmark.

Subsection 1(1) – Definition of designated regulated-data benchmark

“Designated regulated-data benchmark” is a benchmark that is designated as a “regulated data benchmark” by an order or a decision of the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority. Benchmark administrators of, and benchmark contributors to, regulated-data benchmarks are exempted from certain governance and control requirements relating to the contribution of input data (see Division 3 of Part 8 of the Regulation).

Staff of a regulator or securities regulatory authority may recommend that the regulator or the securities regulatory authority designate a benchmark as a “regulated-data benchmark” if the benchmark is determined by the application of a formula from any of the following:

- (a) input data contributed entirely and directly from
 - (i) any of the following, but only with reference to transaction data relating to securities or derivatives:
 - (A) a recognized exchange in a jurisdiction of Canada or an exchange that is subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction;
 - (B) a recognized quotation and trade reporting system in a jurisdiction of Canada or a quotation and trade reporting system that is subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction;
 - (C) an alternative trading system that is registered as a dealer in a jurisdiction of Canada and is a member of a self-regulatory entity or an alternative trading system that is subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction;
 - (D) an entity that is similar or analogous to the entities referred to in clause (A), (B) or (C) and that is subject to appropriate regulation in a jurisdiction of Canada or a foreign jurisdiction;

(ii) a service provider to which the designated benchmark administrator of the designated benchmark has outsourced the data collection in accordance with section 14 of the Regulation, if the service provider receives the data entirely and directly from an entity referred to in subparagraph (i);

(b) net asset values of investment funds that are reporting issuers in a jurisdiction of Canada or subject to appropriate regulation in a foreign jurisdiction.

We expect that a benchmark administrator that applies under securities legislation for the designation of a benchmark will provide, with its application, written submissions on whether the regulator, except in Québec, or the securities regulatory authority should designate the benchmark as a regulated-data benchmark.

Subsection 1(1) – Definition of expert judgment

“Expert judgment” is the discretion exercised by:

- a designated benchmark administrator with respect to the use of input data in determining a benchmark, and
- a benchmark contributor with respect to the contribution of input data.

Expert judgment may involve various activities, including:

- extrapolating values from prior or related transactions,
- adjusting values for factors that might influence the quality of data such as market events or impairment of a buyer or seller's credit quality, or
- assigning a greater weight to data relating to bids or offers than the weight assigned to a relevant concluded transaction.

Subsection 1(1) – Definition of input data

“Input data” is the data in respect of the value or price of one or more underlying assets, interests or elements that is used by a designated benchmark administrator to determine a designated benchmark. For example, input data may include estimated prices, quotes, committed quotes or other values.

Subsection 1(1) – Definitions of limited assurance report on compliance and reasonable assurance report on compliance

A “limited assurance report on compliance” and a “reasonable assurance report on compliance” must be prepared in accordance with the applicable Canadian Standard on Assurance Engagements (CSAE). The CSAE require that any public accountant that prepares such a report be independent.

Subsection 1(1) – Definition of transaction data

“Transaction data” means the data in respect of a price, rate, index or value representing transactions between unaffiliated counterparties in an active market subject to competitive supply and demand forces.

We consider that:

- transaction data would include published or onscreen data available to the public generally or by subscription, and
- the reference to “active market subject to competitive supply and demand forces” would include a market in which transactions take place, or are reported, between arm's length parties with sufficient frequency and volume to provide pricing information

on an ongoing basis. This reference is separate and different from any definition for accounting purposes.

Subsection 1(1) – Interpretation of certain definitions

Definitions of each of the following terms are considered to apply only in respect of the designated benchmark to which they pertain:

- “benchmark administrator”;
- “benchmark contributor”;
- “benchmark individual”;
- “benchmark user”;
- “contributing individual”;
- “DBA individual”;
- “designated benchmark administrator”;
- “input data”;
- “transaction data”.

Paragraph 1(3)(a) – Interpretation of contribution of input data

Paragraph 1(3)(a) of the Regulation provides that input data is considered to have been “contributed” if

- (i) it is not reasonably available to
 - (A) the designated benchmark administrator, or
 - (B) another person for the purpose of providing the input data to the designated benchmark administrator, and
- (ii) it is provided to the designated benchmark administrator or the person referred to in subparagraph (i)(B) above for the purpose of determining a benchmark.

We consider that the reference to “not reasonably available” would include situations where input data is not published or otherwise available to a designated benchmark administrator using reasonable effort, on reasonable terms or a reasonable cost and the designated benchmark administrator therefore needs to obtain the input data from a benchmark contributor who has access to that data. For example, an interest rate benchmark may be based on a survey by a benchmark administrator of bid-side rates contributed by benchmark contributors that are financial institutions which routinely accept bankers’ acceptances issued by borrowers and are market makers in bankers’ acceptances either directly or through an affiliate.

Subsection 1(4) – Definitions of benchmark, benchmark administrator, benchmark contributor and benchmark user in Appendix A

Subsection 1(4) of the Regulation indicates that, for purposes of the Regulation, the definitions in Appendix A apply. Appendix A contains definitions of “benchmark”, “benchmark administrator”, “benchmark contributor” and “benchmark user”. However, subsection 1(5) indicates that subsection 1(4) does not apply in • [Note: At the time of the final regulation, we plan to insert a list of jurisdictions that have not included these defined terms in their securities legislation]. The other jurisdictions of Canada have defined these terms in their securities legislation.

The definition of benchmark refers to a “price, estimate, rate, index or value”. We consider that “index” would include any indicator that is:

- made available to the public, and
- regularly determined
- entirely or partially by the application of a formula or any other method of calculation, and
- on the basis of the value or price of one or more underlying assets, interests or things.

PART 2 DELIVERY REQUIREMENTS

Section 2 – References to Canadian GAAP, Canadian GAAS, Handbook, IFRS and International Standards on Auditing

There are references in section 2 of the Regulation to “Canadian GAAP”, “Canadian GAAS”, “Handbook”, “IFRS” and “International Standards on Auditing”, which are defined in *Regulation 14-101 respecting Definitions*.

Subparagraph 2(7)(a)(ii) – Canadian GAAP applicable to private enterprises

Subject to certain conditions, subparagraph 2(7)(a)(ii) of the Regulation permits audited annual financial statements of a designated benchmark administrator to be prepared using Canadian GAAP applicable to private enterprises, which is Canadian accounting standards for private enterprise in Part II of the Handbook.

PART 3 GOVERNANCE

Subsection 7(1) – Reference to securities legislation in relation to benchmarks

Subsection 7(1) of the Regulation refers to “securities legislation in relation to benchmarks”, which would include the Regulation and benchmark provisions in local securities legislation. “Securities legislation” is defined in *Regulation 14-101 respecting Definitions*.

Subsection 8(7) – Information relating to a designated benchmark

We consider that the reference to “information relating to a designated benchmark” in subsection 8(7) of the Regulation would include a daily or periodic determination under the methodology of a designated benchmark and any other information.

Subsection 8(8) – Required actions for oversight committee of a designated benchmark administrator

Subsection 8(8) of the Regulation requires the oversight committee of a designated benchmark administrator to carry out certain actions. We expect that the oversight committee will carry out these actions in a manner that reasonably reflects the specific nature of the designated benchmark, including the complexity, use and vulnerability of the designated benchmark.

Paragraph 8(8)(e) – Calculation agents and dissemination agents

Paragraph 8(8)(e) of the Regulation requires the oversight committee of a designated benchmark administrator to oversee any service provider involved in the provision or distribution of the designated benchmark, including calculation agents or dissemination agents. We consider that

- a “dissemination agent” is a person with delegated responsibility for disseminating a designated benchmark to benchmark users in accordance with the instructions provided by the designated benchmark administrator for the designated benchmark, including any review, adjustment and modification to the dissemination process, and

- a “calculation agent” is a person with delegated responsibility for determining a designated benchmark through the application of a formula or other method of calculating the information or expressions of opinions provided for that purpose, in accordance with the methodology set out by the designated benchmark administrator for the designated benchmark.

A dissemination agent would not include:

- a publisher that pays a licensing fee to publish a benchmark under a non-exclusive publishing license, or
- a publisher that pays a licensing fee to publish a benchmark under an exclusive publishing license if the benchmark administrator also makes the benchmark publicly available through other means.

Subparagraph 8(8)(i)(iii) – Significant breaches of code of conduct for a benchmark contributor

We consider that the reference to “significant breach” of a code of conduct in subparagraph 8(8)(i)(iii) of the Regulation would include significant, non-trivial breaches that could affect the designated benchmark, as determined, or the integrity or reputation of the designated benchmark.

Section 9 – Control framework for designated benchmark administrator and controls for benchmark contributors

Section 9 of the Regulation requires a designated benchmark administrator to establish a control framework to ensure that a designated benchmark is provided in accordance with the Regulation. Similarly, subsection 25(2) of the Regulation requires a benchmark contributor to a designated benchmark to establish controls reasonably designed to ensure the accuracy and completeness of each contribution of input data to the designated benchmark administrator, including controls that the input data is provided in accordance with the Regulation.

We expect that the control framework provided for under subsection 9(1) of the Regulation and the controls provided for under subsection 25(2) of the Regulation will be proportionate to all of the following:

- the level of conflicts of interest identified in relation to the designated benchmark, the designated benchmark administrator or the benchmark contributor,
- the extent of expert judgment in the provision of the designated benchmark,
- the nature of the input data for the designated benchmark.

In establishing the control framework required under subsection 9(1) of the Regulation, we would expect a designated benchmark administrator to consider what controls have been established by benchmark contributors under subsection 25(2) of the Regulation.

The control framework and the controls used should be consistent with guidance published by a body or group that has developed the guidance through a process that includes the broad distribution of the proposed guidance for public comment.

Examples of suitable guidance that a designated benchmark administrator or a benchmark contributor could follow include:

(a) the *Risk Management and Governance: Guidance on Control* (COCO Framework) published by the Chartered Professional Accountants of Canada;

(b) the *Internal Control – Integrated Framework* (COSO Framework) published by The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO); and

(c) the *Guidance on Risk Management, Internal Control and Related Financial and Business Reporting* published by U.K. Financial Reporting Council.

These examples of suitable guidance include, in the definition or interpretation of “internal control”, controls for compliance with applicable laws and regulations.

Subsection 9(5) – Reporting of significant security incident

Subsection 9(5) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must promptly provide written notice to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority describing any significant security incident or any significant systems issue relating to the designated benchmark it administers. We consider a failure, malfunction, delay or other incident or issue to be a “significant security incident” or a “significant systems issue” if the designated benchmark administrator would, in the normal course of operations, escalate the matter to or inform its executive management ultimately accountable for technology.

Subsection 11(2) – Conflict of interest requirements for designated benchmark administrators

Subsection 11(2) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply policies and procedures that are reasonably designed to keep separate, operationally, the business of the designated benchmark and its benchmark individuals from any other part of the business if the designated benchmark administrator becomes aware of a conflict of interest or a risk of a conflict of interest between the business of the designated benchmark and the other part of the business.

We expect that, when contemplating the nature and scope of such a conflict of interest, a designated benchmark administrator would consider the following:

- the provision of benchmarks often involves discretion in the determination of benchmarks and is inherently subject to certain types of conflicts of interest, which implies the existence of various opportunities and incentives to manipulate benchmarks, and
- in order to ensure the integrity of designated benchmarks, designated benchmark administrators should implement adequate governance arrangements to control such conflicts of interest and to safeguard confidence in the integrity of benchmarks.

For example, if the designated benchmark administrator does identify such a conflict of interest, the administrator should ensure that persons responsible for the administration of the designated benchmark:

- are located in a secure area apart from persons that carry out other business activity, and
- report to a person that reports to an executive officer that does not have responsibility relating to other business activities.

Subsection 12(1) – Reporting of infringements

Subsection 12(1) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must establish, document, maintain and apply systems and controls reasonably designed for the purposes of detecting and reporting to the regulator, except in Québec, or securities regulatory authority any conduct by a DBA individual or a benchmark contributor that might involve manipulation or attempted manipulation of a designated benchmark. As part of that reporting to the regulator or securities regulatory authority, we expect that the benchmark administrator's systems and controls would enable the designated benchmark administrator to provide all relevant information to the regulator or securities regulatory authority.

Paragraph 13(2)(c) – Complaint procedures of designated benchmark administrator

Paragraph 13(2)(c) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must communicate the outcome of the investigation of a complaint to the complainant within a reasonable period of time.

We expect that, in establishing the policies and procedures for handling complaints relating to the designated benchmark required by subsection 13(1) of the Regulation, the designated benchmark administrator would include a target timetable for investigating complaints.

A designated benchmark administrator may, on a case-by-case basis, apply for exemptive relief from paragraph 13(2)(c) of the Regulation if such a communication to the complainant would be seriously prejudicial to the interests of the designated benchmark administrator or would violate confidentiality provisions.

Section 14 – Outsourcing by designated benchmark administrator

Section 14 of the Regulation sets out requirements on outsourcing by a designated benchmark administrator. For purposes of securities legislation, a designated benchmark administrator remains responsible for compliance with the Regulation despite any outsourcing arrangement.

Paragraph 14(2)(c) – Written contract for an outsourcing

Paragraph 14(2)(c) of the Regulation provides that the policies and procedures of a designated benchmark administrator in relation to outsourcing must be reasonably designed to ensure that the designated benchmark administrator and the service provider enter into a written contract that covers the matters set out in subparagraphs 14(2)(c)(i) to (v). We consider the reference to “written contract” to include one or more written agreements.

**PART 4
INPUT DATA AND METHODOLOGY****Subsection 16(4) – Front office of a benchmark contributor**

Subsection 16(4) of the Regulation provides that “front office” of a benchmark contributor or an applicable affiliate means any department, division, group, or personnel that performs any pricing, trading, sales, marketing, advertising, solicitation, structuring, or brokerage activities. In general, we consider front office staff to be the individuals who generate revenue for the benchmark contributor or the affiliate.

Paragraph 17(1)(e) – Determination under the methodology

Paragraph 17(1)(e) of the Regulation provides that a determination under the methodology of a designated benchmark must be able to be verified as being accurate and complete.

A determination under a methodology that is based on information such as input data would be verified as being accurate and complete if:

- it can be clearly linked to the original information, and
- it can be linked to complementary, but separate information.

For example, in the case of an interest rate benchmark that is determined daily and calculated as the arithmetic average of bid-side rates contributed by financial institutions that routinely accept bankers' acceptances and are market-makers in bankers' acceptances, the daily determination would be verified as being accurate and complete if:

- the calculation can be clearly linked to the rates contributed by the financial institutions and recorded by the benchmark administrator, and
- the benchmark administrator's record of the rates contributed by the financial institutions can be matched to the records of those rates maintained by the applicable financial institutions.

Paragraph 17(2)(a) – Applicable characteristics to be considered for the methodology

Paragraph 17(2)(a) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must take into account, in the preparation of the methodology of a designated benchmark, all of the applicable characteristics of that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record.

In this context, we consider that “applicable characteristics” include:

- the size and reasonably expected liquidity of the market,
- the transparency of trading and the positions of participants in the market,
- market concentration,
- market dynamics, and
- the adequacy of any sample to reasonably represent that part of the market or economy the designated benchmark is intended to record.

Subsection 18(1) – Proposed or implemented significant changes to methodology

Subsection 18(1) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must have policies that provide for public notice of a proposed or implemented significant change to the methodology of a designated benchmark.

As part of the methodology disclosure required under section 19, paragraph 19(1)(e) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must publish examples of the types of changes that may constitute a significant change to the methodology of the designated benchmark.

We consider publication on the designated benchmark administrator's website of a proposed or implemented change to the methodology of a designated benchmark, accompanied by a news release advising of the publication of the proposed or implemented change, as sufficient notification in these contexts. We consider it good practice for a designated benchmark administrator to establish a voluntary subscription-based email distribution list for those parties who wish to receive notice of such a publication by email.

PART 5 DISCLOSURE

Subsection 20(2) – Benchmark statement

The elements of the benchmark statement, set out in paragraphs 20(2)(a) through (l) of the Regulation, are designed to provide transparency to benchmark users to understand the purpose or intention of the benchmark, the limitations of the benchmark, and how the designated benchmark administrator will apply the methodology to provide the benchmark. In preparing the benchmark statement, a designated benchmark administrator should attempt to ensure that benchmark users have sufficient information to understand what the benchmark is intended to record and to make a decision on whether to use, or continue to use, the benchmark.

Paragraph 20(2)(a) – Applicable market or economy for purposes of the benchmark statement

Paragraph 20(2)(a) of the Regulation provides that a required element of the benchmark statement for a designated benchmark is a description of the part of the market or economy the designated benchmarks is intended to record. This relates to the benchmark's purpose.

For example, an interest rate benchmark may be intended to reflect the cost of unsecured interbank lending and may be intended to be used as a benchmark interest rate in interbank loan agreements. In this example, we consider it problematic if

- the type of prime bank lending rate the benchmark is intended to record is unclear, or
- the calculation method does not work well in periods of low liquidity.

PART 6 BENCHMARK CONTRIBUTORS

General

Part 6 of the Regulation contains provisions that apply in respect of benchmark contributors to a designated benchmark. There are also specific requirements that apply to:

- benchmark contributors to a designated critical benchmark (see sections 31 and 34 of the Regulation), and
- benchmark contributors to a designated interest rate benchmark (see sections 38, 39 and 40 of the Regulation).

In [●][Note: At the time of the final regulation, we will insert a list of applicable jurisdictions], securities legislation defines “benchmark contributor” as a person that engages or participates in the provision of information for use by a benchmark administrator for the purpose of determining a benchmark. This definition includes a person that provides information in respect of a designated benchmark, whether voluntarily, by way of contract or otherwise.

In [●][Note: At the time of the final regulation, we will insert a list of applicable jurisdictions], securities legislation provides that the securities regulatory authority may, in response to an application by the regulator or, in Québec, on its own initiative, require a person to provide information to a designated benchmark administrator in relation to a designated benchmark if it is in the public interest to do so. For example, a person may be required to provide information to a designated benchmark administrator for the purpose of determining a designated critical benchmark. In such a case, the person would be a benchmark contributor, and would therefore be subject to the provisions of the Regulation applicable to benchmark contributors generally and the provisions applicable to benchmark contributors to a designated critical benchmark. However, certain of those provisions only

apply if input data is considered to have been contributed within the meaning of paragraph 1(3)(a) of the Regulation.

Subparagraph 24(2)(f)(vi) – Input data that is inaccurate or incomplete

Subparagraph 24(2)(f)(vi) of the Regulation requires that a code of conduct for a benchmark contributor include reporting requirements for any instance where a reasonable person would believe that a contributing individual, acting on behalf of the benchmark contributor or any other benchmark contributor, has provided input data that is inaccurate or incomplete. In establishing these requirements, we expect the designated benchmark administrator to consider providing indicators that could be used to identify input data that is inaccurate or incomplete, based on past experience. The indicators should reasonably reflect the specific nature of the designated benchmark, including the complexity, use and vulnerability of the designated benchmark.

Subsection 24(3) – Adherence to code of conduct

In establishing the policies and procedures required under subsection 24(3) of the Regulation, we expect the designated benchmark administrator to consider the specific nature of the designated benchmark, including the complexity, use and vulnerability of the designated benchmark. For example, the policies and procedures may include the use of verification certificates signed by an officer of the benchmark contributor and on-site inspections by internal compliance staff that are independent from the business unit whose activities are subject to the code of conduct.

Paragraph 25(1)(a) – Conflict of interest requirements for benchmark contributors

Paragraph 25(1)(a) of the Regulation provides that a benchmark contributor to a designated benchmark must establish, document, maintain and apply policies and procedures reasonably designed to ensure the contribution of input data by the benchmark contributor is not significantly affected by any conflict of interest involving the benchmark contributor and its employees, officers, directors and agents, if a reasonable person would consider that the contribution of the input data might be inaccurate or incomplete.

We expect that, when contemplating the scope of such conflicts of interest, a benchmark contributor would consider the following:

- benchmark contributors of input data to benchmarks can often exercise discretion and are potentially subject to conflicts of interest, and so risk being a source of manipulation, and
- consequently, conflicts of interest must be managed or mitigated to ensure they do not affect input data.

For example, if the benchmark contributor does identify such a conflict of interest involving other business activity, the contributor should ensure that persons responsible for the contribution of input data to a designated benchmark administrator for the purpose of determining a designated benchmark:

- are located in a secure area apart from persons that carry out the other business activity, and
- report to a person that reports to an executive officer that does not have responsibility relating to the other business activity.

Subsection 25(2) – Accuracy and completeness of input data

In establishing the policies, procedures and controls required under subsection 25(2), we expect a benchmark contributor to consider the specific nature of the designated benchmark, including the complexity, use and vulnerability of the designated benchmark and what systems and controls would ensure the accuracy and completeness of input data.

Paragraph 25(3)(a) – Exercise of expert judgment

In establishing the policies and procedures required under paragraph 25(3)(a), we expect a benchmark contributor to consider the specific nature of the designated benchmark, including the complexity, use and vulnerability of the designated benchmark and the nature of its input data.

Subsection 26(1) – Compliance officer for benchmark contributors

Subsection 26(1) of the Regulation provides that a benchmark contributor to a designated benchmark must designate an officer that monitors and assesses compliance by the benchmark contributor and its employees with the code of conduct referred to in section 24, the Regulation and securities legislation relevant to benchmarks. The officer can conduct these activities on a part-time basis but should be independent from persons involved in determining or contributing input data.

**PART 7
RECORDKEEPING****Paragraph 27(2)(h) – Records of communications**

The reference to “communications” in paragraph 27(2)(h) of the Regulation includes telephone conversations, email and other electronic communications.

**PART 8
DESIGNATED INTEREST RATE BENCHMARKS****Subsection 35(1) – Accurate and sufficient data for designated interest rate benchmarks**

Subsection 35(1) of the Regulation sets out an order of priority for input data for the determination of a designated interest rate benchmark. The order of priority lists committed quotes and indicative quotes or expert judgments. In the absence of reliable transaction data for a designated interest rate benchmark, we are of the view that committed quotes should take precedence over non-committed/indicative quotes and expert judgment.

We consider a “committed quote” to be a quote that is actionable for the other party to the potential transaction. The party that provides that quote announces their willingness to enter into transactions at the relevant bid and ask prices and agree that if they do transact, they will do so at the quoted price up to the maximum quantity specified in the quote.

We consider “indicative quote” to be a quote that is not immediately actionable by the other party to the potential transaction. Indicative quotes are usually provided before the parties negotiate the price or quantity at which the potential transaction will occur.

Subsection 37(1) – Assurance report for designated interest rate benchmark

Subsection 37(1) of the Regulation provides that a designated benchmark administrator must engage a public accountant to provide, as specified by the oversight committee referred to section 8, a limited assurance report on compliance or a reasonable assurance report on compliance regarding the designated benchmark administrator's compliance with certain sections of the Regulation and the methodology in respect of each designated interest rate benchmark it administers.

We note that the report required by subsection 37(1) is separate and different from the compliance report of the officer of the designated benchmark administrator required by paragraph 7(3)(b) of the Regulation. A designated benchmark administrator for a designated interest rate benchmark must comply with the requirement in paragraph 7(3)(b) and with the requirement in subsection 37(1).

7.2.2. Publication

Aucune information.