

Avis 81-336 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières
Indications relatives aux fonds d'investissement de cryptoactifs qui sont émetteurs assujettis

Le 6 juillet 2023

1. Objet

Le personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (le **personnel des ACVM** ou **nous**) publie le présent avis (l'**avis**) au sujet des fonds d'investissement qui souhaitent investir dans les cryptoactifs, directement ou indirectement¹, en vertu du *Règlement 81-102 sur les fonds d'investissement* (le **Règlement 81-102**) (les **fonds de cryptoactifs ouverts**). L'avis a pour but de donner des indications aux parties prenantes et d'exposer le point de vue et les attentes du personnel des ACVM concernant le fonctionnement de ce type de fonds dans le cadre prévu par le Règlement 81-102.

Voici les objectifs du présent avis :

- donner un aperçu du marché canadien des fonds de cryptoactifs ouverts et clarifier les obligations réglementaires en valeurs mobilières existantes qui s'appliquent à ces fonds;
- exposer les principales constatations découlant des examens des fonds de cryptoactifs ouverts effectués par le personnel des ACVM, notamment sur la liquidité des fonds, des questions structurelles propres aux fonds négociés en bourse (**FNB**) et la notion de garde;
- présenter les attentes du personnel des ACVM envers les parties prenantes en ce qui concerne les éléments qui pourraient avoir une incidence sur les fonds de cryptoactifs ouverts existants et futurs, plus particulièrement les suivants :
 - la liquidité, l'évaluation et d'autres points à prendre en considération en lien avec un possible investissement dans des cryptoactifs autres que le bitcoin et l'éther, qui sont actuellement les seuls cryptoactifs dans lesquels les fonds de cryptoactifs ouverts peuvent investir;
 - les attentes envers les dépositaires de cryptoactifs pour qu'ils se conforment à la norme de diligence prévue par le Règlement 81-102;
 - les enjeux entourant l'immobilisation (*staking*) des cryptoactifs ou d'autres activités génératrices de rendement au sein des fonds de cryptoactifs ouverts;
 - les problèmes de conformité aux obligations de connaissance du produit, de connaissance du client et d'évaluation de la convenance pour ce type de fonds.

¹ Par exemple, au moyen de l'utilisation de dérivés ou d'investissements dans d'autres fonds.

Les indications contenues aux présentes s'appuient sur les obligations réglementaires en valeurs mobilières existantes et ne modifient aucune obligation légale actuelle ni n'en créent de nouvelles.

2. Contexte

Le premier prospectus d'un fonds de cryptoactifs ouvert canadien a été visé le 1^{er} avril 2020, suivant une décision du comité de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la **décision Bitcoin**)². Cette décision a donné lieu à l'octroi du visa du prospectus du Fonds Bitcoin, fonds d'investissement à capital fixe investissant la quasi-totalité de ses actifs directement dans le bitcoin. Elle a également permis la création de divers autres fonds de cryptoactifs ouverts, dont les premiers FNB au monde à investir directement dans le bitcoin et l'ether.

En date du 30 avril 2023, 22 fonds de cryptoactifs ouverts canadiens détenaient collectivement des actifs nets d'environ 2,86 milliards de dollars. Ces fonds n'investissent actuellement que dans le bitcoin et/ou l'ether et le font principalement au moyen de participations directes dans ces cryptoactifs (y compris par le truchement de structures de fonds de fonds). Des données de marché plus détaillées concernant les fonds de cryptoactifs ouverts figurent à l'annexe du présent avis.

3. Cadre réglementaire applicable aux fonds de cryptoactifs ouverts

Les fonds de cryptoactifs ouverts sont soumis au même cadre réglementaire que les autres fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne au Canada.

Ce cadre prévoit notamment que ces fonds doivent avoir un gestionnaire de fonds d'investissement inscrit et un ou plusieurs gestionnaires de portefeuille en vertu du *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le **Règlement 31-103**), placer des titres au moyen d'un prospectus établi conformément au *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus* (le **Règlement 41-101**) ou au *Règlement 81-101 sur le régime de prospectus des organismes de placement collectif* (le **Règlement 81-101**) et se conformer au cadre opérationnel introduit par le Règlement 81-102. Les fonds de cryptoactifs ouverts doivent également calculer leur valeur liquidative quotidiennement conformément au *Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement* (le **Règlement 81-106**).

Les fonds de cryptoactifs ouverts existants dont la structure s'apparente à des FNB ou à des organismes de placement collectif (OPC) classiques sont considérés comme des « OPC alternatifs » au sens du Règlement 81-102; ils disposent donc d'une plus grande souplesse pour emprunter des fonds ou constituer une sûreté sur leurs actifs, effectuer des ventes à découvert ou utiliser des dérivés visés applicables aux OPC alternatifs, sous réserve des limites établies dans ce règlement³. Ils sont également soumis à des restrictions en matière de concentration par émetteur et de contrôle,

² Consulter *3iQ Corp (Re)*, 2019 ONSEC 37, accessible au https://www.osc.ca/sites/default/files/pdfs/proceedings/rad_20191029_3iq-2.pdf (en anglais seulement)

³ Se reporter au paragraphe 2 de l'article 2.6 ainsi qu'aux articles 2.6.1, 2.6.2 et 2.9.1 du Règlement 81-102.

à des restrictions concernant les actifs non liquides⁴ et à d'autres restrictions prévues à la partie 2 du Règlement 81-102 sur les placements.

Les fonds de cryptoactifs ouverts ont nommé des dépositaires et des sous-dépositaires pour assurer la garde de l'actif de leur portefeuille, chacun étant tenu de remplir les critères d'admissibilité applicables énoncés à la partie 6 du Règlement 81-102.

4. Surveillance par le personnel des ACVM

Dans le cadre de la surveillance générale exercée par les ACVM et en réponse aux problèmes survenus sur les marchés des cryptoactifs, le personnel des ACVM a effectué des examens des fonds de cryptoactifs ouverts détenant directement des cryptoactifs⁵, et qui étaient axés sur la liquidité des fonds, la structure des FNB et la notion de garde. En voici les constatations :

a) Liquidité

C'est en mai 2021 qu'ont débuté les examens de la liquidité des fonds de cryptoactifs ouverts structurés comme des FNB. Le personnel des ACVM a remarqué que ces derniers n'avaient pas eu beaucoup de mal à répondre aux demandes de rachat depuis leur création respective. Leurs gestionnaires ont indiqué utiliser diverses approches en matière de gestion du risque de liquidité des fonds, notamment par une gestion active du portefeuille et des évaluations régulières de la liquidité du cryptoactif sous-jacent, tout en surveillant de façon continue la relation avec les fournisseurs de liquidités et en veillant à ce que des sources de liquidités de remplacement soient disponibles.

b) Structure de FNB

En mai 2021, le personnel des ACVM s'est penché sur les fonds de cryptoactifs ouverts structurés comme des FNB afin de mieux comprendre le mode de gestion de leurs activités de souscription et de rachat, l'origine de leurs cryptoactifs ainsi que la façon dont ils calculent avec exactitude leur valeur liquidative. Il a constaté que la plupart des FNB se négociaient très près de leur valeur liquidative.

En juin 2022, le personnel des ACVM a poussé plus loin ses recherches afin de comprendre comment certains fonds de cryptoactifs ouverts structurés comme des FNB avaient pu répondre à d'importantes demandes de rachat, notamment si des mesures extraordinaires avaient été nécessaires. Nous avons observé que dans ces cas, les FNB avaient été en mesure d'y arriver au moyen de leurs procédures opérationnelles normales, la totalité des titres rachetés ayant été payés en espèces selon la valeur liquidative établie d'après leur indice d'évaluation respectif, et réglés le

⁴ Se reporter aux articles 2.1, 2.2 et 2.4 du Règlement 81-102, respectivement. Les fonds de cryptoactifs ouverts structurés comme des fonds d'investissement à capital fixe sont autorisés à investir une proportion supérieure de leur portefeuille dans des actifs non liquides mais sont autrement assujettis aux mêmes restrictions sur les placements que les OPC alternatifs qui sont prévues par le Règlement 81-102.

⁵ Comme l'indique l'annexe, la structure des fonds de cryptoactifs ouverts existants qui détiennent directement des cryptoactifs dans leur portefeuille est essentiellement identique à celle des FNB.

jour ouvrable suivant. Nous avons aussi remarqué qu'aucun FNB n'avait eu besoin de contracter des emprunts pour satisfaire aux demandes de rachat⁶.

c) Garde d'actifs

En novembre 2022, le personnel des ACVM a effectué un examen des ententes de garde de plusieurs fonds de cryptoactifs ouverts détenant directement de tels actifs, ce qui lui a permis de confirmer certains éléments, notamment :

- la séparation des cryptoactifs détenus par ces fonds de ceux du dépositaire et de ses autres clients;
- l'utilisation d'un stockage hors ligne ou d'un « portefeuille froid » pour les cryptoactifs détenus par le dépositaire;
- l'inscription du fonds de cryptoactifs ouvert à titre de propriétaire véritable de ses cryptoactifs dans les dossiers du dépositaire;
- l'existence de contrôles et procédures de validation de la sécurité, de la séparation et de la propriété des cryptoactifs, y compris la vérification de la chaîne de blocs;
- la souscription, par le dépositaire, d'une assurance sur les cryptoactifs dont il a la garde.

5. Points à prendre en considération par les parties prenantes en ce qui concerne les fonds de cryptoactifs ouverts

En raison de leur nature, les cryptoactifs peuvent comporter des défis uniques pour les fonds qui les détiennent directement; des mesures réglementaires précises pourraient donc s'avérer nécessaires. Nous avons dégagé un certain nombre de points sur lesquels nous jugeons justifié de fournir davantage d'indications quant à nos attentes relativement aux placements actuels et éventuels de titres de fonds de cryptoactifs ouverts. Il se peut que certains éléments relevés fassent également l'objet de travaux réglementaires futurs des ACVM.

a) Caractéristiques du cryptoactif et de son marché

Les caractéristiques propres à chaque cryptoactif et à son marché doivent obligatoirement être prises en compte pour déterminer si un tel actif constitue un investissement convenable pour un fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne en vertu du Règlement 81-102. Parmi les éléments les plus importants à considérer figurent i) la capacité d'établir la juste valeur du cryptoactif, ii) la liquidité de celui-ci, et iii) sa classification et les incidences qui en découlent, lesquelles sont toutes abordées ci-après.

i) Évaluation

Les marchés pour les divers cryptoactifs ont évolué rapidement au cours des dernières années et présentent maintenant un large éventail de produits au chapitre des échéances. Selon le personnel

⁶ Conformément au sous-paragraphe *i* du sous-paragraphe *a* du paragraphe 1 de l'article 2.6 du Règlement 81-102, le fonds d'investissement peut, à titre de mesure provisoire, emprunter des fonds pour répondre à des demandes de rachat.

des ACVM, plus le marché fournit des systèmes efficaces et transparents, plus il peut soutenir le fonctionnement des fonds de cryptoactifs ouverts. Or, moins les marchés sont matures, moins ils offrent à ces fonds des systèmes efficaces et un appui leur permettant d'exercer leurs activités sans compromettre la protection des investisseurs.

Le marché dans lequel un fonds de cryptoactifs ouvert souhaite investir devrait lui permettre de calculer sa valeur liquidative conformément au Règlement 81-106. C'est pourquoi le personnel des ACVM tiendra compte des caractéristiques du marché d'un cryptoactif donné dans son analyse visant à déterminer s'il doit recommander l'octroi du visa du prospectus d'un fonds d'investissement qui souhaite investir directement dans ce cryptoactif, dont les suivantes :

- une preuve suffisante de l'existence d'un marché actif pour le cryptoactif sur lequel des opérations réelles interviennent régulièrement dans des conditions normales de concurrence;
- la présence d'un marché des contrats à terme réglementé pour le cryptoactif;
- des indices publiquement accessibles administrés par un fournisseur d'indices réglementé pour le cryptoactif.

Marchés actifs

Conformément au Règlement 81-106, la valeur liquidative d'un fonds d'investissement doit être calculée d'après la « juste valeur » de ses éléments d'actif et de passif. Dans ce contexte, la « juste valeur » s'entend de la valeur marchande selon les cours publiés et les fourchettes de cours sur un « marché actif » ou, en l'absence d'un tel marché, une valeur juste et raisonnable dans toutes les circonstances pertinentes⁷. En général, un marché est considéré comme actif lorsqu'il est possible d'avoir facilement et régulièrement accès à des cours auprès d'une bourse, d'un courtier, d'un groupe sectoriel, d'un service d'évaluation des cours ou d'un organisme de réglementation, et que ces cours reflètent des opérations réelles intervenant régulièrement sur le marché dans des conditions normales de concurrence⁸.

D'après certaines données, il y aurait des cas de manipulation dans des segments non réglementés des marchés de cryptoactifs existants⁹, de sorte que les marchés pour certains cryptoactifs ne pourraient être considérés comme des « marchés actifs ». Selon le personnel des ACVM, cette situation compromettrait ou limiterait la capacité du gestionnaire de fonds d'investissement d'établir la juste valeur du cryptoactif concerné aux fins du calcul de la valeur liquidative. Les marchés de cryptoactifs qui sont actifs devraient générer de l'information plus exacte et légitime et donc, une valeur de marché juste et raisonnable.

⁷ Se reporter au paragraphe 1.2 de l'article 14.2 du Règlement 81-106.

⁸ Se reporter au paragraphe 1 de l'article 9.4 de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*.

⁹ Se reporter, par exemple, au texte de Cong, L. W., Li, X., Tang, K., et Yang, Y. intitulé « Crypto Wash Trading » (1^{er} juillet 2021), accessible au https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530220, et à celui de Paz, J. intitulé « More Than Half Of All Bitcoin Trades Are Fake » (26 août 2022), accessible au <https://www.forbes.com/sites/javierpaz/2022/08/26/more-than-half-of-all-bitcoin-trades-are-fake/?sh=17f7f766681> (en anglais seulement).

Pour évaluer un cryptoactif avec précision, le gestionnaire de fonds d'investissement devrait examiner si le marché pour celui-ci compte un volume important et réel d'opérations de grande taille, tant en termes absolus qu'en comparaison avec d'autres marchés de marchandises et de titres de capitaux propres¹⁰. Ces types de marché généreront normalement assez de liquidité pour favoriser une formation des cours exacte¹¹. Par ailleurs, les marchés ayant un important volume d'opérations sur les bourses réglementées, par opposition à celles qui ne le sont pas, favoriseront une formation des cours plus fiable en raison du risque de manipulation plus faible.

Contrats à terme réglementés

Le personnel des ACVM estime également que la présence d'un marché à terme réglementé pour un cryptoactif facilite l'évaluation adéquate du fonds de cryptoactifs ouvert qui investit dans ce cryptoactif, et comporte d'autres avantages opérationnels. Tout d'abord, selon lui, la présence d'un marché à terme réglementé pour un cryptoactif donné assure une meilleure formation des cours, point de vue appuyé par des recherches récentes¹². Puisque la manipulation semble exister sur les marchés des contrats à terme sur cryptoactifs, il importe de pouvoir se fier à un marché à terme réglementé plutôt que non réglementé¹³. Ainsi, dans l'analyse visant à déterminer s'il doit recommander l'octroi du visa du prospectus d'un fonds d'investissement qui souhaite investir directement dans un cryptoactif, le personnel des ACVM estimerait moins problématique sur le plan de la protection des investisseurs le cryptoactif pour lequel il existe un marché à terme réglementé où des règles anti-manipulation favorisent l'établissement plus exact d'une valeur juste et équitable pour celui-ci¹⁴.

Par ailleurs, les teneurs de marché pour les FNB ont recours à différents outils pour protéger ces derniers contre les fluctuations du prix de leurs actifs sous-jacents sur le marché, y compris les dérivés. L'existence d'un marché à terme réglementé peut permettre aux courtiers autorisés et aux teneurs de marché de s'acquitter adéquatement de leurs fonctions de tenue de marché à l'égard des fonds de cryptoactifs ouverts qui sont des FNB. Les attentes réglementaires concernant le bon fonctionnement de ces FNB comprennent la capacité pour les teneurs de marché d'un tel fonds d'exercer leurs activités conformément aux ententes qu'ils ont conclues avec lui, notamment la possibilité de créer de la liquidité sur les marchés pour les parts de celui-ci¹⁵. Nous tenons aussi à souligner qu'il existe généralement une corrélation entre la présence d'un marché à terme réglementé pour un cryptoactif donné et le soutien institutionnel à l'égard de celui-ci.

¹⁰ Se reporter aux paragraphes 47 et 49 à 51 de la décision Bitcoin (en anglais seulement).

¹¹ Se reporter au paragraphe 50 de la décision Bitcoin (en anglais seulement).

¹² Consulter, par exemple, le document intitulé « Investigating the Efficiency of Bitcoin Futures in Price Discovery » (2022), rédigé par Sharma et al., et accessible sur le site de l'*International Journal of Economics and Financial Issues* : <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/12783> (en anglais seulement).

¹³ Consulter la page 5 du document intitulé « Crypto Wash Trading » (2021), rédigé par Cong, L. W., Li, X., Tang, K., and Yang, Y., et accessible au https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3530220 (en anglais seulement).

¹⁴ Le personnel des ACVM fait remarquer que l'Australian Securities and Investments Commission partage ce point de vue. Consulter le rapport intitulé *Report 705 Response to Submissions on CP 343 Crypto-assets as Underlying Assets for ETPs and Other Investment products*, daté du 29 octobre 2021, à la page 8, accessible au <https://download.asic.gov.au/media/p3tnevtt/rep705-published-29-october-2021.pdf> (en anglais seulement).

¹⁵ Voir le document intitulé *Exchange Traded Funds – Good Practices for Consideration Consultation Report* de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, à la page 24, accessible au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD701.pdf>.

Utilisation d'indices de prix

Le personnel des ACVM signale que plusieurs fonds de cryptoactifs ouverts existants fondent leur évaluation sur le prix au comptant obtenu des indices de cryptoactifs disponibles¹⁶. Le fait de choisir des indices accessibles publiquement qui regroupent les prix d'une variété de sources pour déterminer un prix au comptant, et dont l'administration est assurée par des fournisseurs d'indices réglementés s'appuyant sur des méthodes de calcul transparentes, vérifiables et reproductibles qui sont conformes aux pratiques exemplaires du secteur ainsi qu'aux normes de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, contribuera à atténuer les risques d'inexactitude du prix d'un cryptoactif en particulier¹⁷. En outre, le gestionnaire de fonds d'investissement peut être davantage en mesure de confirmer l'exactitude et la fiabilité constantes de l'indice en consultant d'autres sources d'établissement de prix pour le cryptoactif qui sont largement utilisées et fiables¹⁸.

Cryptoactifs contribuant le plus à une juste évaluation

Vu les critères susmentionnés, le personnel des ACVM estime qu'actuellement, les marchés pour le bitcoin et l'ether sont ceux qui contribuent le plus au bon fonctionnement des fonds de cryptoactifs ouverts, et ce, sans compromettre la protection des investisseurs. Dans l'avenir, un plus grand soutien institutionnel et l'adoption généralisée d'autres cryptoactifs pourraient faire en sorte que ceux-ci seront jugés comme des investissements convenant aux fonds d'investissement faisant appel public à l'épargne.

ii) Liquidité des actifs sous-jacents et facteurs à considérer pour son évaluation

En vertu du Règlement 81-102, les fonds d'investissement sont assujettis à des restrictions sur la proportion d'« actifs non liquides » qu'ils peuvent détenir dans leur portefeuille¹⁹. Lorsqu'il envisage d'investir dans un cryptoactif donné, un fonds doit effectuer les vérifications nécessaires pour établir si la liquidité du cryptoactif est suffisante pour lui permettre de se conformer aux obligations prévues par ce règlement. Un cryptoactif peut constituer un « actif non liquide » au sens du Règlement 81-102 si, entre autres choses, il s'agit d'un actif du portefeuille dont on ne peut disposer aisément sur un marché où les cours, établis par cotations publiques d'usage commun, sont largement diffusés, pour une somme qui, à tout le moins, se rapproche du montant de son évaluation utilisé pour calculer la valeur liquidative du fonds d'investissement²⁰.

En règle générale, les marchés de bon nombre de cryptoactifs sont volatils, et les fluctuations de prix peuvent être accompagnées d'importantes entrées ou sorties de capital en raison de la variation de l'humeur des investisseurs. Des événements récents²¹ ont aussi mis en lumière le fait que les

¹⁶ Il s'agit de la principale approche adoptée par les fonds de cryptoactifs ouverts existants qui détiennent directement des bitcoins ou des ethers.

¹⁷ Se reporter également au paragraphe 65 de la Décision Bitcoin (en anglais seulement).

¹⁸ Se reporter également au paragraphe 141 de la Décision Bitcoin (en anglais seulement).

¹⁹ Se reporter à l'article 2.4 du Règlement 81-102.

²⁰ En vertu du Règlement 81-102, un « actif non liquide » peut aussi s'entendre d'un titre de négociation restreinte détenu par le fonds d'investissement. Se reporter à la partie du présent avis intitulée « Classification des cryptoactifs » pour obtenir davantage d'indications sur les cas où un cryptoactif peut constituer un titre.

²¹ On peut penser, par exemple, à la faillite de la bourse de cryptomonnaies FTX, de celle du prêteur de cryptomonnaies Genesis et de l'effondrement du cryptoactif algorithmique arrimé à une valeur (communément appelé une cryptomonnaie stable) et des paires de cryptoactifs UST/LUNA.

entreprises de cryptoactifs ne disposent pas toujours des liquidités suffisantes pour honorer les importantes demandes de rachat et de retrait, donnant ainsi lieu à leur effondrement ainsi qu'à un accroissement de la volatilité du marché. Il peut arriver qu'une proportion significative des opérations sur le marché d'un cryptoactif donné s'effectue dans un seul sens, de sorte qu'il n'est pas possible de liquider les cryptoactifs détenus rapidement, ou à un prix juste et raisonnable.

Les fonds de cryptoactifs ouverts qui détiennent des cryptoactifs directement acquièrent souvent leurs cryptoactifs sous-jacents auprès d'une variété de fournisseurs de liquidités, dont des plateformes de négociation de cryptoactifs (les PNC). Dans des indications données antérieurement, le personnel des ACVM indiquait que des inquiétudes pourraient surgir en cas d'asymétrie potentielle entre la liquidité des actifs du portefeuille sous-jacent du fonds d'investissement et les modalités de rachat offertes aux investisseurs, et s'attendre des gestionnaires de fonds d'investissement qu'ils mesurent, surveillent et gèrent régulièrement la liquidité de ces actifs en tenant compte du temps nécessaire pour liquider chaque actif, du prix auquel il peut être vendu et de la fréquence des demandes de rachat²². Compte tenu de la volatilité observée sur les marchés de cryptoactifs et de l'échec de certaines grandes entreprises s'étant lancée dans la négociation de ce type d'actifs, le personnel des ACVM ne saurait trop insister sur l'importance pour les fonds de cryptoactifs ouverts de disposer de programmes de gestion du risque de liquidité qui comprennent des simulations de crises et la surveillance continue de la liquidité du marché de cryptoactifs sous-jacent, et il les encourage à effectuer des examens régulièrement afin d'en vérifier la solidité.

iii) Classification des cryptoactifs

Dans des indications²³ et des annonces²⁴ antérieures, les ACVM ont précisé que certains cryptoactifs pouvaient être considérés comme des titres ou des dérivés. Leur personnel s'attend à ce que les fonds de cryptoactifs ouverts procèdent à un contrôle diligent approprié pour établir si les cryptoactifs dans lesquels ils comptent investir constituent ou non des titres ou des dérivés. Selon la façon dont un cryptoactif donné est catégorisé, diverses dispositions du Règlement 81-102, dont celles en matière de concentration²⁵ ou de contrôle²⁶, pourraient limiter la capacité d'un fonds d'investissement à acheter ou vendre un tel cryptoactif, comme c'est actuellement le cas pour les fonds de cryptoactifs ouverts détenant des bitcoins ou des ethers.

Les fonds de cryptoactifs ouverts investissant dans des cryptoactifs considérés comme des titres devraient aussi tenir compte des restrictions énoncées dans le Règlement 81-102 relativement aux

²² Se reporter à l'Avis 81-333 du personnel des ACVM, *Indications sur un cadre efficace de gestion du risque de liquidité à l'intention des fonds d'investissement*.

²³ Se reporter à l'Avis 46-307 du personnel des ACVM, *Les émissions de cryptomonnaies*, à l'Avis 46-308 du personnel des ACVM, *Incidences de la législation en valeurs mobilières sur les émissions de jetons*, à l'Avis 21-327 du personnel des ACVM, *Indications sur l'application de la législation en valeurs mobilières aux entités facilitant la négociation de cryptoactifs*, à l'Avis conjoint 21-329 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, *Indications à l'intention des plateformes de négociation de cryptoactifs : Conformité aux obligations réglementaires* et à l'Avis 21-332 du personnel des ACVM, *Plateformes de négociation de cryptoactifs : engagements préalables à l'inscription, Changements visant à rehausser la protection des investisseurs canadiens* (l'**Avis 21-332**).

²⁴ Comme il est indiqué dans l'Avis 21-332, le personnel des ACVM estime que les cryptoactifs arrimés à une valeur peuvent constituer des titres et/ou des dérivés.

²⁵ Se reporter à l'article 2.1 du Règlement 81-102.

²⁶ Se reporter à l'article 2.2 du Règlement 81-102.

prêts de titres²⁷. Le personnel des ACVM est conscient que divers investisseurs se sont lancés dans le prêt de cryptomonnaie. Conformément à ces ententes, les cryptoactifs sont généralement déposés par les investisseurs sur des plateformes de prêt, et sont ensuite prêtés à des emprunteurs en échange de paiements réguliers de l'intérêt. Nous comptons que tout fonds de cryptoactifs ouvert prévoyant exercer pareille activité procède à un contrôle diligent approprié pour s'assurer qu'il respecte la législation en valeurs mobilières applicable. Nous tenons par ailleurs à préciser que les fonds de cryptoactifs ouverts ne peuvent généralement prêter des actifs du portefeuille qui ne sont pas des titres²⁸.

Le personnel des ACVM souligne également qu'outre les obligations applicables aux fonds d'investissement assujettis au Règlement 81-102, les cryptoactifs qui constituent des titres ou des dérivés seraient également soumis à des obligations générales prévues par le droit en valeurs mobilières, dont l'obligation de prospectus pour les titres ainsi que les restrictions relatives aux opérations secondaires²⁹.

Conscient que les propriétés d'un cryptoactif peuvent évoluer considérablement au fil du temps, notamment à la suite de mises à jour des protocoles de réseau courants, le personnel des ACVM s'attend en outre à ce que les fonds de cryptoactifs ouverts actualisent régulièrement leur contrôle diligent des cryptoactifs dans lesquels ils investissent afin de s'assurer que leurs placements demeurent conformes aux lois sur les valeurs mobilières applicables.

b) Obligations de garde

Les fonds de cryptoactifs ouverts sont assujettis aux obligations de garde prévues à la partie 6 du Règlement 81-102, et l'actif de leur portefeuille (dont les cryptoactifs) doit être détenu par des dépositaires ou des sous-dépositaires qui remplissent les critères énoncés aux articles 6.2 et 6.3 de ce règlement, selon le cas. Outre les considérations habituelles liées aux principes du droit des fiducies qui s'appliquent à tous les types d'actifs détenus pour le compte de clients, les cryptoactifs comportent des enjeux uniques sur le plan de la garde, dont l'expertise et l'infrastructure spécifiquement adaptées à leur conservation, d'où l'apparition d'autres pratiques de garde de ces actifs chez les dépositaires pour le compte des fonds de cryptoactifs ouverts. Celles-ci comprennent les suivantes, que nous considérons comme minimales pour ces dépositaires et qui sont conformes aux obligations légales actuellement prévues à la partie 6 du Règlement 81-102, dont la norme de diligence à laquelle sont tenus les dépositaires et sous-dépositaires :

- *Expertise du dépositaire.* Conformément à ses obligations fiduciaires envers le fonds de cryptoactifs ouvert, le gestionnaire de fonds d'investissement devrait veiller à ce que le dépositaire proposé possède l'expertise et l'expérience nécessaires pour conserver en toute sécurité les cryptoactifs qu'il doit détenir pour le compte du fonds de cryptoactifs ouvert.
- *Stockage des cryptoactifs principalement dans des « portefeuilles froids ».* En règle générale, les cryptoactifs détenus pour le compte d'un fonds de cryptoactifs ouvert

²⁷ Parmi ces restrictions, on compte celles prévues à l'article 2.12 du Règlement 81-102.

²⁸ Se reporter au sous-paragraphe *f* du paragraphe 1 de l'article 2.6 du Règlement 81-102.

²⁹ Plus particulièrement, lorsque le cryptoactif est un titre, l'obligation selon laquelle l'émetteur doit être émetteur assujetti ou que les opérations secondaires doivent être effectuées conformément au *Règlement 45-102 sur la revente de titres*.

devraient l'être au moyen du stockage en ligne, ou « portefeuilles chauds », uniquement dans la mesure nécessaire pour en faciliter l'achat et le rachat par le fonds. Autrement, ils doivent être conservés dans un stockage hors ligne, ou « portefeuilles froids », dans des installations sécurisées maintenues par le dépositaire.

- *Séparation des actifs et actifs visibles sur la chaîne de blocs.* Les actifs d'un fonds d'investissement qui sont détenus par un dépositaire ou un sous-dépositaire doivent l'être séparément des autres actifs sous sa garde conformément à la partie 6 du Règlement 81-102. Pour un fonds de cryptoactifs ouvert, cela comporte généralement l'utilisation de portefeuilles distincts confirmant la propriété des cryptoactifs applicables par le fonds ou de portefeuilles omnibus visibles sur la chaîne de blocs, à condition que dans chaque cas, les dossiers du dépositaire indiquent clairement que les cryptoactifs détenus sont la propriété du fonds.
- *Mesures de sécurité du site Web.* Les dépositaires devraient avoir recours à des mesures de protection pour leur site Web, comme l'authentification à double facteur, un mot de passe fort faisant l'objet d'un hachage cryptographique et le chiffrement des renseignements de l'utilisateur, afin de sécuriser l'information sur les clients et de protéger leur site Web contre les tentatives de piratage.
- *Maintien d'une assurance contre la criminalité ou le vol des entreprises relativement au stockage des cryptoactifs.* Les dépositaires des fonds de cryptoactifs ouverts existants devraient tous maintenir une assurance appropriée pour les cryptoactifs dont ils ont la garde.
- *Rapports SOC-2 de type 2 du dépositaire fournis aux auditeurs du fonds.* En règle générale, les dépositaires fournissent ou rendent accessibles annuellement les rapports sur les contrôles des systèmes et des organisations établis pour leur compte par un expert-comptable à l'auditeur du fonds de cryptoactifs ouvert dans le cadre de son audit du fonds. Ce type de rapport évalue la sécurité, la disponibilité, l'intégrité du traitement, la confidentialité et les contrôles en matière de protection des renseignements personnels des organisations de services. Si pareil rapport n'est pas disponible, nous comptons que le dépositaire permettra à l'auditeur du fonds de cryptoactifs ouvert d'examiner directement ses contrôles aux mêmes fins.

Le personnel des ACVM tient à souligner que ces pratiques et attentes sont semblables pour l'essentiel aux conditions applicables aux entités souhaitant agir à titre de dépositaires pour les PNC au Canada qui étaient proposées dans l'Avis 21-332.

c) Immobilisation des cryptoactifs

Dans le présent avis, l'« immobilisation » (*staking*) s'entend de la mise en gage ou du verrouillage des cryptoactifs dans des contrats intelligents afin de permettre à leur propriétaire ou à son mandataire d'agir comme validateur d'une chaîne de blocs particulière utilisant un algorithme de consensus de preuve d'enjeu. À l'égard d'une chaîne de blocs particulière utilisant un tel algorithme, le validateur est une entité qui exploite au moins un nœud (*node*) respectant les critères du protocole pour un cryptoactif et qui participe au consensus en diffusant les votes et en confirmant de nouveaux blocs à ajouter à la chaîne de blocs. Les validateurs sont incités à ajouter des

opérations légitimes à une chaîne de blocs utilisant un algorithme de consensus de preuve d'enjeu au moyen de récompenses, et peuvent faire l'objet de sanctions pour avoir omis de respecter les critères du protocole, notamment de pénalités visant leurs cryptoactifs immobilisés (*slashing*), c'est-à-dire qu'un validateur en infraction peut se voir retirer une portion de ceux-ci.

Le personnel des ACVM continue de suivre et d'évaluer la présence et le rôle de l'immobilisation dans le secteur des cryptoactifs. Sur la base de ses travaux, il est d'avis que l'immobilisation peut comporter l'émission d'un titre ou d'un dérivé selon la façon dont elle est utilisée; c'est pourquoi il s'attend à ce que tout fonds de cryptoactifs ouvert souhaitant immobiliser des cryptoactifs de leurs portefeuilles établisse des politiques et des procédures qui lui permettent d'évaluer si l'immobilisation ou toute activité semblable donne lieu à une telle émission. Ces politiques et procédures devraient prévoir une analyse indépendante des activités d'immobilisation ainsi que la prise en considération des déclarations formulées par l'agent responsable, sauf au Québec, où l'autorité en valeurs mobilières, selon lesquelles l'immobilisation, telle qu'elle est envisagée, comporte l'émission d'un titre et/ou d'un dérivé.

Nous tenons à préciser qu'en raison de la participation d'un fonds de cryptoactifs ouvert à des activités d'immobilisation, il est possible qu'un cryptoactif en portefeuille qui est autrement liquide devienne un « actif non liquide » au sens du Règlement 81-102. Tel pourrait être le cas, par exemple, d'un cryptoactif immobilisé faisant l'objet de périodes de blocage, de détachement (*unbonding*) ou de désimmobilisation, ou de périodes similaires, imposées par le protocole, le dépositaire ou le validateur du cryptoactif, durant lesquelles ce dernier est soit inaccessible au fonds de cryptoactifs ouvert, soit accessible uniquement après acquittement des droits, frais ou pénalités supplémentaires, ou après renonciation à toute récompense. Le personnel des ACVM s'attend à ce que le fonds de cryptoactifs ouvert effectue un contrôle diligent approprié de l'incidence de sa participation à des activités d'immobilisation sur la liquidité des cryptoactifs du portefeuille et, par conséquent, sur sa conformité aux restrictions concernant les actifs non liquides prévues à l'article 2.4 du Règlement 81-102.

Par ailleurs, les fonds de cryptoactifs ouverts intéressés par l'immobilisation devraient tenir compte des restrictions prévues à l'article 2.6 du Règlement 81-102 relativement aux emprunts et autres pratiques de placement des fonds d'investissement. Plus particulièrement, les fonds d'investissement ne peuvent prêter des actifs du portefeuille ni garantir les titres ou les obligations d'une personne. Selon la façon dont le fonds compte procéder, l'immobilisation pourrait s'apparenter à un prêt d'actifs du portefeuille ou même à une garantie des obligations d'une personne retenue pour agir à titre de validateur³⁰. Si les cryptoactifs immobilisés sous-jacents constituent en soi des titres, leur immobilisation pourrait être assimilable à un prêt de titres. Aussi les fonds de cryptoactifs ouverts doivent-ils garder à l'esprit les restrictions sur les opérations de prêt de titres détaillées à l'article 2.12 du Règlement 81-102.

Conformément à la définition de l'expression « fonds d'investissement à capital fixe » selon le Règlement 81-102 et aux indications figurant à l'article 1.2 de l'*Instruction générale relative au Règlement 81-106 sur l'information continue des fonds d'investissement*, le personnel des ACVM considère le fonds d'investissement comme un émetteur qui ne cherche pas exercer le contrôle ni à participer à la gestion des sociétés dans lesquelles il investit. Puisque l'immobilisation nécessite qu'un validateur participe activement au protocole de réseau relatif au consensus de preuve d'enjeu

³⁰ Se reporter aux sous-paragraphes *f* et *g* du paragraphe 1 de l'article 2.6 du Règlement 81-102.

en diffusant les votes et en confirmant de nouveaux blocs à ajouter à la chaîne de blocs, on pourrait la considérer comme l'exercice du contrôle ou une participation à la gestion d'un tel protocole (lequel peut être considéré comme s'apparentant à une société dans laquelle le fonds investit). Pour répondre à cette préoccupation, le personnel des ACVM s'attend à ce que ni le fonds ni son gestionnaire n'agisse comme son propre validateur. Le fonds de cryptoactifs ouvert devrait plutôt retenir les services d'un tiers à cette fin (c'est-à-dire considérer l'immobilisation comme un service).

Les attentes envers les fonds de cryptoactifs ouverts à cet égard sont également en phase avec les obligations imposées aux PNC inscrites exerçant certaines activités d'immobilisation³¹. Le personnel des ACVM compte que toute activité d'immobilisation que peut exercer un fonds de cryptoactifs ouvert le soit conformément à un cadre semblable aux conditions auxquelles pareilles plateformes doivent se soumettre, le cas échéant. Les pratiques des fonds de cryptoactifs ouverts en matière d'immobilisation devraient respecter ce qui suit :

- le fonds ne procède à l'immobilisation qu'à l'égard i) de cryptoactifs de chaînes de blocs qui utilisent la preuve d'enjeu comme mécanisme de consensus, et ii) de cryptoactifs immobilisés servant à garantir la légitimité des nouvelles opérations que le validateur ajoute à la chaîne de blocs;
- le gestionnaire de fonds d'investissement possède les compétences et les connaissances requises en matière d'immobilisation de cryptoactifs;
- le gestionnaire de fonds d'investissement a conclu des ententes écrites concernant l'immobilisation des cryptoactifs du fonds avec un ou plusieurs tiers possédant les compétences et l'expérience requises en la matière; il doit aussi tenir compte de l'application des obligations d'approbation préalable des porteurs prévues à la partie 5 du Règlement 81-102 relativement à tous frais à payer par le fonds en vertu de ces ententes;
- les cryptoactifs immobilisés demeurent en tout temps en la possession et sous la garde et le contrôle du dépositaire du fonds;
- les cryptoactifs immobilisés du fonds sont conservés dans un stockage hors ligne, ou « portefeuille froid », dans des installations sécurisées maintenues par le dépositaire, le cas échéant;
- le gestionnaire de fonds d'investissement surveille les éventuels cas d'inactivité, d'« emprisonnement » (*jailing*) et de pénalités des validateurs engagés au nom du fonds et il prend toute mesure appropriée pour protéger les cryptoactifs immobilisés par le fonds;
- le gestionnaire de fonds d'investissement gère adéquatement tout risque de liquidité et autres risques pour la viabilité financière du fonds pouvant découler des activités d'immobilisation de ce dernier.

³¹ Pour connaître les conditions imposées à l'inscription des PNC exerçant certaines activités d'immobilisation, veuillez consulter le Moteur de recherche national de renseignements sur l'inscription au <https://info.autorites-valeurs-mobilieres.ca/nrsmobile/nrssearch.aspx>.

Pour déterminer si l'activité d'immobilisation qu'un fonds de cryptoactifs ouvert se propose d'exercer sera conforme à la législation en valeurs mobilières, le gestionnaire de fonds d'investissement doit procéder à son propre contrôle diligent.

Nous invitons par ailleurs ceux souhaitant immobiliser des actifs du portefeuille à communiquer avec leur autorité principale pour discuter de l'applicabilité de cette législation et des approches possibles en matière de conformité.

d) Obligations de connaissance du produit et du client et obligation d'évaluation de la convenance

Les personnes inscrites doivent se conformer aux dispositions de la législation en valeurs mobilières en matière de connaissance du produit et du client et d'évaluation de la convenance à l'occasion de la souscription ou de la vente de titres de fonds de cryptoactifs ouverts pour leurs clients, ou lorsqu'elles recommandent de tels fonds à ces derniers.

Conformément à leur obligation de connaissance du client, les personnes inscrites doivent recueillir certains renseignements auprès des clients, prendre des mesures raisonnables pour que le client en confirme l'exactitude et les tenir à jour³². S'agissant de l'obligation de connaissance du produit, les sociétés inscrites doivent prendre des mesures raisonnables pour évaluer et comprendre les titres qui sont offerts aux clients et, en particulier, évaluer et surveiller de façon continue tous les aspects pertinents des titres, notamment leur structure, leurs caractéristiques et leurs risques, ainsi que les frais initiaux et continus qui y sont associés et leur incidence³³.

Une fois ces obligations respectées, la personne inscrite est jugée détenir suffisamment de renseignements pour conclure de façon raisonnable si une mesure relative à un placement³⁴ convient à un client, et pareille mesure doit donner préséance à l'intérêt du client³⁵.

Lorsqu'elles sont engagées dans les processus de connaissance du client, de connaissance du produit et de l'évaluation de la convenance en vue de recommander des fonds de cryptoactifs ouverts, les personnes inscrites devraient être conscientes que la détention de cryptoactifs, notamment des titres de tels fonds, s'accompagne d'un risque élevé et pourrait ne pas convenir à nombre d'investisseurs.

³² Se reporter à l'article 13.2 du Règlement 31-103. Les personnes inscrites qui sont membres de l'Organisme canadien de réglementation des investissements (**OCRI**) doivent aussi se conformer à l'ensemble des règles applicables de cet organisme relatives à la connaissance du client, dont la Règle 3200 des *Règles visant les courtiers en placement et règles partiellement consolidées* (les **règles relatives aux courtiers en placement**) et/ou la Règle 2.2.1 de l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (les **règles de l'ACFM**).

³³ Se reporter à l'article 13.2.1 du Règlement 31-103. Les personnes inscrites qui sont membres de l'OCRI doivent aussi se conformer à l'ensemble des règles applicables de cet organisme en matière de connaissance du produit, dont la Règle 3300 des règles relatives aux courtiers en placement et/ou la Règle 2.2.5 des règles de l'ACFM.

³⁴ Au nombre des mesures relatives à un placement, on compte notamment toute mesure consistant à ouvrir un compte pour un client, à acheter, à vendre, à déposer, à échanger ou à transférer des titres à l'égard du compte du client, ou à prendre, y compris en vertu d'un pouvoir discrétionnaire, ou à recommander toute autre mesure relative à un placement pour le client.

³⁵ Se reporter aux articles 13.3 et 13.3.1 du Règlement 31-103.

6. Questions

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

Bruno Vilone

Directeur de l'encadrement des produits d'a –
intérim
Autorité des marchés financiers
bruno.vilone@lautorite.qc.ca

Philippe Lessard

Analyste à l'encadrement des valeurs
mobilières, Direction de l'encadrement des
produits d'investissement
Autorité des marchés financiers
philippe.lessard@lautorite.qc.ca

Michael P. Wong

Senior Securities Analyst, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
mpwong@bcsc.bc.ca

James Leong

Senior Legal Counsel, Corporate Finance
British Columbia Securities Commission
jleong@bcsc.bc.ca

Chad Conrad

Senior Legal Counsel, Investment Funds
Alberta Securities Commission
chad.conrad@asc.ca

Cathy Tearoe

Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
cathy.tearoe@asc.ca

Ashlyn D'Aoust

Senior Legal Counsel, Market Regulation
Alberta Securities Commission
ashlyn.daoust@asc.ca

Heather Kuchuran

Director, Corporate Finance
Financial and Consumer Affairs Authority of
Saskatchewan
heather.kuchuran@gov.sk.ca

Patrick Weeks

Deputy Director, Corporate Finance
Manitoba Securities Commission
Patrick.weeks@gov.mb.ca

Christopher Bent

Senior Legal Counsel, Investment Funds and
Structured Products
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
cbent@osc.gov.on.ca

Frederick Gerra

Senior Legal Counsel, Investment Funds and
Structured Products
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
fgerra@osc.gov.on.ca

Michael Tang

Senior Legal Counsel, Investment Funds and
Structured Products
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
mtang@osc.gov.on.ca

Ella-Jane Loomis

Conseillère juridique principale, Valeurs mobilières

Commission des services financiers et des services aux consommateurs

Nouveau-Brunswick

ella-jane.loomis@fcnb.ca

Peter Lamey

Legal Analyst

Nova Scotia Securities Commission

peter.lamey@novascotia.ca

Annexe
Données de marché choisies sur les fonds de cryptoactifs ouverts

Les tableaux ci-après présentent les principales données de marché³⁶ au sujet des fonds de cryptoactifs ouverts au Canada. L'information qui s'y trouve est à jour au 30 avril 2023.

Par structure de fonds

La structure des fonds de cryptoactifs ouverts est identique à celle des fonds d'investissement à capital fixe, des FNB et des OPC, celle des FNB étant la plus courante, comme il est illustré ci-dessous :

Structure du fonds	Nombre de fonds	Actif net (millions de \$)
Fonds d'investissement à capital fixe	2	576 \$
FNB	12	2 289 \$
OPC ³⁷	8	
Total	22	2 865 \$

Par type de cryptoactifs

Les fonds de cryptoactifs ouverts existants ne s'exposent qu'au bitcoin et/ou à l'ether, les fonds axés sur le bitcoin représentant la majeure partie de l'actif net à cet égard, comme il est indiqué ci-après :

Cryptoactif	Nombre de fonds	Actif net (millions de \$)
Bitcoin	11	1 860 \$
Ether	8	1 005 \$
Bitcoin et Ether	3	n.d
Total	22	2 865 \$

³⁶ L'information a été recueillie à l'interne par le personnel des ACVM au moyen de sources publiques, dont SEDAR, les sites Web des fonds ainsi que d'autres tiers fournisseurs de données.

³⁷ Les OPC (qui sont des fonds à capital variable) investissent leurs actifs dans les titres d'un ou de plusieurs fonds de cryptoactifs ouverts qui sont des FNB. Leur actif net fait donc partie du total des actifs gérés pour les FNB figurant dans la liste ci-dessus.

Par stratégie de fonds

Les fonds de cryptoactifs ouverts existants ont recours principalement à trois stratégies pour atteindre l'exposition voulue au bitcoin ou à l'ether, soit :

- en détenant directement les bitcoins ou les ethers dans le cadre d'une stratégie d'acquisition et de conservation;
- en détenant indirectement les bitcoins ou les ethers par l'intermédiaire d'une structure de fonds de fonds;
- en obtenant une exposition indirecte par le truchement d'un investissement dans des contrats à terme sur bitcoins ou ethers qui sont négociés sur des bourses de dérivés réglementées.

L'investissement direct demeure la stratégie la plus utilisée, comme il est indiqué ci-après :

Stratégie	Nombre de fonds	Actif net (millions de \$)
Investissement direct	12	2 838 \$
Fonds de fonds	8 ³⁸	
Investissement dans des contrats à terme inscrits à la cote d'une bourse	2	27 \$
Total	22	2 865 \$

³⁸ Les fonds de cryptoactifs ouverts qui appliquent une stratégie de « fonds de fonds » investissent leurs actifs dans un ou plusieurs fonds de cryptoactifs ouverts structurés comme des FNB qui utilisent l'« investissement direct ». L'actif net de ces fonds de fonds a donc été inclus dans celui des fonds ayant recours à l'investissement direct.