

7.

Bourses, chambres de compensation et organismes d'autorégulation

- 7.1 Avis et communiqués
 - 7.2 Réglementation de l'Autorité
 - 7.3 Réglementation des bourses, des chambres de compensation et des OAR
 - 7.4 Autres consultations
 - 7.5 Autres décisions
-

7.1 AVIS ET COMMUNIQUÉS

Aucune information.

7.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

7.2.1 Consultation

Règlement modifiant la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* et Règlement modifiant la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation*

L'Autorité des marchés financiers (l' « Autorité ») publie les règlements suivants :

Règlement modifiant la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché

Règlement modifiant la Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation

Vous trouverez également ci-dessous au présent bulletin, la modification de l'Instruction complémentaire 21-101, *Le fonctionnement du marché* et la modification de l'Instruction complémentaire 23-101, *Les règles de négociation*.

Vu l'entrée en vigueur de ces textes dans certains territoires canadiens, l'Autorité désire dispenser le marché, le SNP, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations de certaines exigences prévues dans la Norme canadienne 21-101 et la Norme canadienne 23-101 jusqu'à la finalisation du projet de modifications et son entrée en vigueur. En conséquence, l'Autorité a prononcé la décision 2006-PDG-0230 prévoyant des dispenses d'application de certaines dispositions de ces textes entre le 31 décembre 2006 et l'éventuelle date d'entrée en vigueur des modifications.

Le 15 décembre 2006

Avis de publication

Règlement modifiant la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* et modification de l'Instruction complémentaire 21-101, *Le fonctionnement du marché*

Règlement modifiant la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* et modification de l'Instruction complémentaire 23-101, *Les règles de négociation*

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient des règlements modifiant les normes canadiennes suivantes :

1. la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (la « NC 21-101 »), dont les Annexes 21-101A2 et 21-101A5;
2. la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (la « NC 23-101 »).

Nous publions également des modifications des instructions suivantes :

1. l'Instruction complémentaire 21-101, *Le fonctionnement du marché* (l'« IC 21-101 »);
2. l'Instruction complémentaire 23-101, *Les règles de négociation* (l'« IC 23-101 ») (la NC 21-101, les Annexes 21-101A2 et 21-101A5, la NC 23-101, l'IC 21-101 et l'IC 23-101 sont désignés ci-après comme les « textes sur les SNP »).

(Tous les textes ci-dessus sont désignés ci-après comme les « modifications ».)

Les modifications devraient être adoptées par tous les membres des ACVM. En Ontario, les modifications ont été remises au ministre des Services gouvernementaux le 30 novembre 2006 et nous avons demandé un examen et une décision accélérés. En cas d'approbation au plus tard le 16 décembre 2006, les modifications entreraient en vigueur en Ontario au plus tard le 31 décembre 2006. Si le ministre ne les approuve ni ne les rejette et qu'il ne les renvoie pas pour réexamen, elles entreraient en vigueur le 13 février 2007.

Les modifications devraient être mises en vigueur à la même date par l'Alberta Securities Commission (l'« ASC ») et la Commission des valeurs mobilières du Manitoba (la « CVMM »). Elles pourraient toutefois ne pas entrer en vigueur en même temps dans tous les territoires car il se pourrait qu'elles n'y soient pas approuvées au 31 décembre 2006. C'est pourquoi l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), la British Columbia Securities Commission (la « BCSC »), la Nova Scotia Securities Commission (la « NSSC ») et la Saskatchewan Financial Services Commission rendront des décisions générales accordant une dispense de l'application de certains articles des textes sur les SNP aux participants au marché entre le 31 décembre 2006 et la date d'entrée en vigueur des modifications dans leur province respective. Au Nouveau-Brunswick, les textes sur les SNP ne sont pas en vigueur et seront mis en œuvre avec les modifications à une date ultérieure.

II. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

L'ASC, l'Autorité, la CVMM et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») ont publié des projets de modification des textes sur les SNP (les « projets de modifications ») et un avis de consultation le 14 juillet 2006. La BCSC a publié ces textes le 11 août 2006, la Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick, le 25 septembre 2006, et la NSSC, le 19 juillet 2006.

Nous remercions les quinze intervenants qui ont présenté des commentaires pendant la période de consultation et peu après. Leur nom est indiqué à l'Annexe A, après le résumé des commentaires et nos réponses.

Après étude des commentaires, nous avons décidé de retirer certaines propositions de modifications et d'apporter une modification aux dispositions en vigueur des textes sur les SNP. Les modifications finales sont décrites dans la section suivante.

III. Objet des modifications

a) La transparence pour les titres d'emprunt publics

Contexte et objet des projets de modifications

À l'heure actuelle, les textes sur les SNP obligent les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations à fournir en temps réel de l'information sur les ordres et les opérations sur les titres d'emprunt publics désignés à une agence de traitement de l'information¹. Toutefois, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les systèmes de négociation parallèles (SNP) qui exécutent des opérations sur des titres d'emprunt publics sont dispensés de cette obligation jusqu'au 31 décembre 2006².

Étant donné que cette dispense expirera bientôt, les ACVM ont jugé important de reconsidérer les options envisageables en matière de transparence de l'information pour les titres publics à revenu fixe. Nous avons donc prévu dans les projets de modifications une mise en œuvre graduelle de la transparence de l'information pour les titres publics à revenu fixe, au lieu de laisser la dispense expirer. Les modifications comprenaient l'obligation pour les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les SNP de fournir à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'une telle agence, à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), de l'information sur les ordres et les opérations pour certains titres publics à revenu fixe³. Plus précisément, la déclaration de l'information se serait faite comme suit :

- seulement par les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations (et non par les courtiers);
- seulement pour les titres d'emprunt publics de référence désignés;
- plafonnement des volumes affichés par l'agence de traitement de l'information.

Dans l'avis de consultation sur les projets de modifications figuraient une analyse à l'appui de la solution proposée au sujet de la transparence et un examen des autres options en la matière, dont les suivantes :

- exiger la transparence pour tous les titres publics à revenu fixe;

¹ NC 21-101, paragraphes 1 à 5 de l'article 8.1 et IC 21-101, paragraphe 2 de l'article 10.1.

² Article 8.5 de la NC 21-101.

³ Ces projets de modifications concernaient les paragraphes 1 à 5 de l'article 8.1 de la NC 21-101 et les paragraphes 1 et 2 de l'article 10.1 de l'IC 21-101.

- accorder une dispense permanente des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe;
- prolonger la dispense actuelle des obligations de transparence pour les titres d'emprunt publics jusqu'au 31 décembre 2011.

L'avis contenait également plusieurs questions conçues pour nous aider à évaluer les enjeux du marché des titres publics à revenu fixe.

Résumé des réponses

Nous avons reçu quinze mémoires en réponse à la consultation sur les projets de modifications. La majorité des intervenants n'étaient pas en faveur d'obligations de transparence à ce stade, notamment pour les raisons suivantes :

- les mesures prises par le secteur ont permis d'accomplir suffisamment de progrès vers la transparence des prix et la transparence est déjà suffisante sur les marchés des titres publics à revenu fixe;
- l'amélioration de la transparence pourrait entraîner une baisse du niveau de liquidité;
- il n'existe aucune preuve de déficiences sur le marché institutionnel ni aucun problème systémique de transparence sur ce marché;
- on ne voit pas comment le projet répondrait aux besoins en information et en transparence du marché de l'investissement individuel dans les titres à revenu fixe.

Certains intervenants souscrivaient à un prolongement de la dispense existante des obligations de transparence pour les titres d'emprunt publics pendant cinq ans. Deux intervenants rejetaient toute intervention réglementaire.

Deux intervenants approuvaient les obligations de transparence proposées. Ils reconnaissaient que des progrès avaient été accomplis en matière de transparence sur le marché institutionnel, mais estimaient que les progrès étaient insuffisants sur le marché des investisseurs individuels (communément appelés « investisseurs de détail »). Ils ont également fait remarquer que le marché canadien des titres à revenu fixe souffre encore d'un manque général de transparence après les opérations.

Réponse des ACVM

Nous convenons que le niveau de transparence a augmenté sur le marché des titres publics à revenu fixe, et nous nous attendons à ce que cette tendance se maintienne. Cependant, il n'est pas certain que le marché ait atteint un niveau de transparence optimal ni qu'il l'atteindra en l'absence d'obligations de transparence. Par conséquent, nous continuerons de suivre l'évolution du marché des titres à revenu fixe et de consulter les intervenants du secteur ainsi que d'autres autorités de réglementation et personnes intéressées pour déterminer si une réglementation et des lignes directrices seront nécessaires ultérieurement. Nous avons donc prolongé jusqu'au 31 décembre 2011 la dispense des obligations de transparence prévues par la NC 21-101. Les obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe actuellement prévues par la NC 21-101 et les lignes directrices de l'IC 21-101 ne changeront pas pour le moment.

b) La transparence pour les titres d'emprunt privés

Contexte

Dans l'avis de consultation sur les projets de modifications, nous avons posé plusieurs questions sur les problèmes liés à la transparence pour les titres privés à revenu fixe, notamment certains processus déjà en place. Plus précisément, nous avons demandé :

- s'il faudrait exiger la transparence de l'information avant les opérations pour les titres privés à revenu fixe et, dans l'affirmative, quels participants au marché devraient être visés;
- s'il faudrait abréger le délai de déclaration des opérations sur les titres privés à revenu fixe à l'agence de traitement de l'information;
- si le processus de désignation des titres privés à revenu fixe de référence a été efficace.

Pertinence de la transparence de l'information avant les opérations sur les titres privés à revenu fixe

- La majorité des intervenants ont déclaré qu'ils rejetaient les obligations de transparence de l'information avant les opérations en général, notamment pour les raisons suivantes :
- l'information avant les opérations est une caractéristique des marchés aux enchères de titres de participation qui n'est pas pertinente pour les marchés des titres à revenu fixe;
- l'information avant les opérations engloberait des prix offerts et demandés sans tenir compte du contexte du marché, de telle sorte qu'elle pourrait être trompeuse quant à la valeur des titres;
- la transparence de l'information avant les opérations concernant la liquidité pourrait nuire à la liquidité du marché.

Réponse des ACVM

Après avoir étudié ces commentaires, nous avons renoncé à ajouter à la NC 21-101 des obligations de transparence de l'information avant les opérations pour les titres à revenu fixe. En outre, nous estimons que l'agence de traitement de l'information devrait disposer d'une certaine souplesse, sous la surveillance des autorités de réglementation, en ce qui concerne l'information à déclarer et à afficher, et pour ce qui est de déterminer si l'information doit comprendre de l'information avant les opérations pour les titres privés à revenu fixe.

Délai de déclaration des opérations sur les titres d'emprunt privés

La plupart des intervenants jugeaient que les délais actuels étaient convenables et qu'il ne fallait pas les abréger pour l'instant.

Réponse des ACVM

Nous convenons que rien ne prouve la nécessité d'abréger les délais de déclaration. Nous n'apporterons donc pas d'autres modifications aux obligations applicables aux titres privés à revenu fixe prévues par la NC 21-101. En outre, nous estimons que l'agence de traitement de l'information devrait disposer de la souplesse nécessaire pour fixer les délais de déclaration.

Convenance du processus de désignation des titres privés à revenu fixe de référence

Selon quatre intervenants, le processus est efficace, mais, d'après deux autres, il comporte des faiblesses, comme la faible fréquence de la sélection et le fait que la liste des obligations de sociétés de référence n'est pas nécessairement représentative du marché ni de son activité.

Réponse des ACVM

Nous convenons que le processus de désignation des titres d'emprunt privés de référence est convenable en général et qu'il a entraîné une hausse notable du nombre de titres privés à revenu fixe déclaré à l'agence de traitement de l'information. Nous suivrons de près ce processus et avons ajouté à la NC 21-101 une nouvelle obligation selon laquelle l'agence de traitement de l'information doit indiquer le processus et les critères de sélection des titres à revenu fixe aux autorités en valeurs mobilières. En outre, nous évaluerons les intéressés demandant à exercer l'activité d'agence de traitement de l'information selon plusieurs critères, notamment la fréquence et la convenance de leur processus de sélection des obligations de sociétés désignées. On trouvera de plus amples renseignements à la section e ci-dessous.

c) Les règles relatives à la piste de vérification électronique

Contexte et objet des projets de modifications

L'avis de consultation sur les projets de modifications faisait le point sur le projet de Système de déclaration d'opérations et de piste de vérification électronique (TREATS) et sur les prochaines étapes. Compte tenu de ces délais, nous avons proposé de modifier la date de mise en vigueur des règles relatives à la piste de vérification électronique prévues par la NC 23-101 :

- en reportant la date d'entrée en vigueur de ces règles du 1^{er} janvier 2007 au 1^{er} janvier 2010⁴;
- en offrant une dispense aux courtiers et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations qui se conforment, en matière de piste de vérification électronique, à des obligations analogues établies par un fournisseur de services de réglementation et approuvées par l'autorité en valeurs mobilières compétente, de manière à assouplir la mise en œuvre du projet⁵.

Résumé des commentaires

Bien que les projets de modifications de cet article portent sur le report de la mise en vigueur et la clarification des obligations de conformité des courtiers et intermédiaires entre courtiers sur obligations, quelques mémoires reçus en réponse à la consultation contenaient des questions à propos du projet TREATS. Les intervenants ont notamment demandé des précisions sur l'architecture du système et le plan de mise en œuvre de TREATS. Ils ont également fait des propositions pour l'échéancier et la réalisation d'une analyse coûts-avantages ainsi que sur l'information que TREATS devrait offrir aux courtiers.

Réponse des ACVM

Comme nous l'indiquons dans l'Avis 23-305 du personnel des ACVM, *État d'avancement du Système de déclaration d'opération et de piste de vérification électronique (TREATS)*⁶, nous étudions les modèles qui existent actuellement dans d'autres pays, et notamment les aspects qui apportent le plus d'avantages. Nous terminerons la modélisation des données pour les autres titres visés par le projet. Ces mesures nous aideront à définir la structure de TREATS et notamment à déterminer si la solution retenue devrait être axée sur les courtiers et le marché ou sur les autorités de réglementation. La structure choisie aura une incidence sur l'information dont les courtiers disposeront pour remplir leurs obligations.

Un plan de mise en œuvre sera élaboré une fois que la modélisation des données sera terminée et que les problèmes relatifs à l'architecture du système TREATS auront été réglés. Une mise en œuvre

⁴ Cette modification concernait le paragraphe 6 de l'article 11.2 de la NC 23-101.

⁵ Projet de paragraphe 2 de l'article 11.1 de la NC 23-101.

⁶ Publié le 20 octobre 2006 en anglais dans le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, (2006) 29 OSCB 8222, et en français dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3 n° 42.

progressive est prévue pour chaque catégorie de titres visée par le projet, à commencer par les titres de participation.

Nous nous attendons à ce que ces travaux supplémentaires, qui prendront fin avec une analyse coûts-avantages, seront achevés en décembre 2007.

d) La clarification des obligations de meilleure exécution et autres obligations dans un contexte de multiplicité des marchés

Objet des projets de modifications

Les projets de modifications de l'IC 23-101 précisaient les attentes des ACVM en ce qui concerne l'application de l'obligation de meilleure exécution prévue à l'article 4.2 de la NC 23-101 et indiquaient que les courtiers tiendraient compte de toute l'information pertinente pour satisfaire à leur obligation de meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés (et pas seulement de l'information des marchés auxquels ils participent).

Résumé des commentaires

Nous avons reçu plusieurs commentaires sur cette clarification. Certains intervenants ne jugeaient pas que les courtiers doivent tenir compte de l'information de tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie. Selon eux, l'obligation de meilleure exécution serait plus facile à appliquer avec un intégrateur de marchés ou un consolidateur de données. Toutefois, d'autres estimaient qu'il fallait tenir compte de tous les marchés (sinon, les courtiers pourraient passer outre à de meilleures exécutions en choisissant de ne pas accéder à un marché). Un intervenant a fait remarquer que l'information après les opérations concernant les titres négociés, la quantité et le prix peut aussi être pertinente et devrait être prise en considération par les courtiers.

Certains intervenants ont déclaré qu'il ne fallait pas interpréter la notion de « meilleure exécution » de façon trop étroite, notamment en l'assimilant au meilleur prix.

Réponse des ACVM

En vertu du paragraphe 1 de l'article 4.2 actuel de la NC 23-101, le courtier qui agit comme mandataire d'un client doit faire des efforts raisonnables pour que le client reçoive le meilleur prix d'exécution sur un achat ou une vente de titres. En ce qui concerne les titres intercotés, les lignes directrices actuelles de l'IC 23-101 indiquent que le courtier doit, dans ses efforts raisonnables, envisager s'il serait approprié, dans les circonstances particulières, de regarder du côté des marchés situés à l'extérieur du Canada. Les projets de modifications visaient à clarifier les obligations de meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés au Canada. À noter que le terme « marché » (défini dans la NC 21-101) désigne un marché au Canada. Vu les questions au sujet de la clarification et les commentaires reçus, nous avons apporté plusieurs autres modifications.

Les projets de modifications prévoyaient que, selon nous, les courtiers doivent tenir compte de toute l'information pertinente de tous les marchés sur lesquels les mêmes titres se négocient et qu'ils ne doivent pas considérer que leur obligation se limite aux marchés auxquels ils participent. Nous n'avons pas l'intention de nous fixer comme attente que les courtiers doivent avoir accès à la liste des données transmises en temps réel, mais plutôt qu'ils devraient disposer de politiques et procédures raisonnables d'exécution au meilleur prix qui tiennent notamment compte de l'information visée de tous les marchés pertinents dans les circonstances et prévoient l'examen des politiques et procédures. Nous ne jugeons pas que les courtiers pourraient limiter leurs obligations de meilleure exécution en choisissant de ne pas tenir compte de certains marchés. La meilleure exécution est une évaluation que les courtiers font en fonction des circonstances, conformément à leurs politiques et procédures.

Nous ne jugeons pas qu'un intégrateur de marchés ou un consolidateur de données soit nécessaire pour assurer la conformité. Les ACVM ont déterminé que l'intégration obligatoire des marchés n'était pas nécessaire en s'appuyant sur les vues d'un comité sectoriel selon lequel les responsabilités en matière de meilleure exécution et la disponibilité de l'information avant et après les opérations seraient

suffisantes. Nous convenons toutefois que l'existence d'une agence de traitement de l'information affichant des données consolidées serait utile pour la réalisation de la meilleure exécution. Nous examinons actuellement les candidatures à la fonction d'agence de traitement de l'information. On trouvera davantage de renseignements à la section e ci-dessous.

Nous sommes d'accord avec un des intervenants, selon lequel l'information pertinente devrait inclure l'information après les opérations ainsi que l'information avant les opérations (sur les ordres). Nous avons modifié l'IC 23-101 en conséquence.

Nous souscrivons également aux commentaires selon lesquels le prix n'est qu'un des éléments que les courtiers doivent prendre en considération pour satisfaire à leur obligation de meilleure exécution. Notre examen du traitement direct et de la meilleure exécution en général est en cours. Lorsque nous l'aurons terminé, nous proposerons des modifications des obligations actuelles pour clarifier davantage l'obligation de meilleure exécution.

e) Les obligations et la situation des agences de traitement de l'information concernant les titres d'emprunt et de participation

Contexte

Dans l'avis de consultation sur les projets de modifications, nous notions qu'il n'existait pas d'agence de traitement de l'information sur les titres de participation. Nous signalions également qu'une agence de traitement de l'information chargée de consolider l'information avant et après les opérations sur les titres de participation assurerait l'existence d'une source centrale de données consolidées conformes aux normes approuvées par les autorités de réglementation.

Dans le marché des titres à revenu fixe, il existe une agence de traitement de l'information sur les titres privés à revenu fixe, CanPX Inc. (CanPX). Dans l'avis, nous rappelons que l'approbation de CanPX expire le 31 décembre 2006.

Pour solliciter les candidatures à la fonction d'agence de traitement de l'information sur les titres de participation ou les titres à revenu fixe, ou les deux, nous avons publié en même temps que les projets de modifications l'Avis 21-304 des ACVM, *Demande de dépôt de l'Annexe 21-101A5*, Rapport initial sur le fonctionnement de l'agence de traitement de l'information *aux agences de traitement de l'information intéressées* pour informer le public de l'état de l'approbation de CanPX et de la possibilité pour d'autres entités de présenter une demande en vue d'exercer la fonction d'agence de traitement de l'information sur les titres de participation ou les titres à revenu fixe, ou les deux. Nous avons reçu plusieurs demandes que nous sommes en train d'examiner en fonction d'un certain nombre de critères objectifs. Nous comptons décider d'ici le 30 avril 2007 si une entité a été acceptée comme agence de traitement de l'information et remercions tous les candidats de l'intérêt qu'ils ont manifesté.

Pour que le passage à la nouvelle agence de traitement de l'information s'effectue sans heurt, dans le cas où une nouvelle entité serait retenue, et répondre à une demande de CanPX, nous avons aussi décidé de prolonger l'approbation de CanPX jusqu'au 31 décembre 2007⁷.

Résumé des commentaires

Deux intervenants ont proposé que l'établissement d'une agence de traitement de l'information qui consolide l'information sur les titres de participation soit laissé aux forces du marché et que l'utilisation d'une telle agence ne soit pas obligatoire.

Réponse des ACVM

⁷ Avis 21-305 du personnel des ACVM, Prolongation de l'approbation de l'agence de traitement de l'information sur les titres privés à revenu fixe, publié le 27 octobre 2007 en anglais dans le *Bulletin de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, (2006) 29 OSCB 8364, et en français dans le *Bulletin de l'Autorité des marchés financiers*, Vol. 3 no 43.

Nous estimons à ce stade-ci qu'une agence de traitement de l'information est utile pour régler les questions relatives à la meilleure exécution et à l'intégrité du marché car elle fournit des données fiables et constantes. Si la conjecture du marché venait à changer, nous réexaminerions cette question.

f) **Changements apportés aux modifications**

En réponse aux commentaires, nous avons apporté aux projets de modifications les changements ci-dessous.

- Nous n'avons pas mis en œuvre les modifications proposées aux paragraphes 1 à 5 de l'article 8.1 de la NC 21-101.
- Nous avons remplacé le projet d'article 8.5 de la NC 21-101 par le suivant :

8.5 Les obligations d'information de l'agence de traitement de l'information

- 1) L'agence de traitement de l'information fait état du processus et des critères de sélection ainsi que de la liste des titres d'emprunt publics, s'il y a lieu, et des titres d'emprunt privés désignés au plus tard trente jours après la fin de chaque trimestre civil.
- 2) L'agence de traitement de l'information fait état, au plus tard trente jours après la fin de chaque année civile, du processus de communication des titres désignés aux marchés, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux courtiers qui lui fournissent l'information prévue par la présente norme, notamment l'emplacement de la liste de ces titres.

Nous avons ajouté l'article suivant à la NC 21-101 :

8.6. Dispense pour les titres d'emprunt publics

L'article 8.1 ne s'applique pas avant le 1^{er} janvier 2012.

- Nous avons remplacé le paragraphe 1 de l'article 10.1 de l'IC 21-101 par le suivant :
- 1) L'obligation de transparence de l'information relative aux ordres et aux opérations sur les titres d'emprunt publics prévue à l'article 8.1 de la norme ne s'appliquera pas avant le 1^{er} janvier 2012. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières continueront à examiner les obligations de transparence pour décider s'il y a lieu de modifier celles visées aux paragraphes 2 et 3.
- Nous n'avons pas mis en œuvre les modifications proposées au paragraphe 2 de l'article 10.1 de l'IC 21-101.
 - Nous avons remplacé le projet de paragraphe 8 de l'article 4.1 de l'IC 23-101 par le suivant :

8) Pour satisfaire à son obligation d'exécution au meilleur prix lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés (et pas seulement des marchés auxquels il participe). Il ne s'ensuit pas nécessairement que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché, mais il devrait établir des politiques et des procédures raisonnables d'exécution au meilleur prix qui tiennent notamment compte de l'information relative aux ordres ou aux opérations exécutés sur tous les marchés pertinents dans les circonstances. Le courtier devrait examiner ces politiques et procédures régulièrement. En outre, il devrait prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres, s'il y a lieu. Il peut s'agir notamment de conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ou d'acheminer un ordre vers un marché donné.

En outre, nous avons apporté les changements mineurs suivants aux projets de modifications pour corriger certaines erreurs ou omissions.

- Nous avons renuméroté le projet d'article 7.6 de la NC 21-101 comme article 7.5.
- Nous avons renuméroté le projet d'article 7.7 de la NC 21-101 comme article 7.6.
- Dans le projet d'article 6 de l'Annexe 21-101A5, nous avons ajouté « *Annexe T* » après « 6. Sélection des titres déclarés à l'agence de traitement de l'information ».
- Nous avons renuméroté le projet de paragraphe 6 de l'article 10.1 de l'IC 21-101 comme paragraphe 5.
- Dans la NC 23-101, nous avons remplacé le projet de paragraphe 5 de l'article 11.2 par le suivant :

5) La transmission de l'information sur les ordres – Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations enregistrent et transmettent à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation l'information que ceux-ci exigent, dans un délai de dix jours ouvrables et sous la forme électronique que ce fournisseur ou l'autorité en valeurs mobilières détermine.

- Dans le projet d'article 8.3 de l'IC 23-101, nous avons ajouté « La piste de vérification électronique » juste après le numéro de l'article.

IV. Questions

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

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0558, poste 4358

Shaun Fluker
 Alberta Securities Commission
 403-297-3308

Shamira Hussein
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6815

Randee Pavalow
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-8257

Cindy Petlock
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-2351

Ruxandra Smith
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-2317

Doug Brown
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 204-945-0605

Annexe A

Résumé des commentaires, réponses des ACVM et liste des intervenants

Résumé des réponses aux questions et réponses des ACVM**Question 1 : Faudrait-il imposer l'obligation de fournir et de diffuser l'information concernant des titres d'emprunt publics désignés? Quels sont les avantages et les inconvénients de cette option et des autres solutions envisagées?**

La grande majorité des intervenants a rejeté l'obligation de fournir et de diffuser l'information concernant les titres d'emprunt publics désignés, notamment pour les raisons suivantes : 1) la transparence du marché des titres publics à revenu fixe est déjà suffisante; 2) les mesures prises par le secteur ont permis d'accomplir suffisamment de progrès vers la transparence des prix; 3) l'amélioration de la transparence pourrait entraîner une baisse du niveau de liquidité du marché des titres publics; 4) il n'existe aucune preuve de déficiences sur le marché des titres à revenu fixe ni aucun problème systémique de transparence sur le marché institutionnel; 5) un régime imposé par les autorités de réglementation nuira à l'innovation et à la spécialisation, entraînera des pertes d'information en raison de la consolidation, et établira de fait une « priorité au prix » sur le marché obligataire; 6) bien que l'amélioration de la transparence pour les titres à revenu fixe soit motivée par des problématiques de prix sur le marché des investisseurs individuels, ce marché et celui des investisseurs institutionnels sont différents, et il ne faut pas régler les problèmes du premier aux dépens du second; 7) si les projets de modifications portent surtout sur la transparence pour les titres publics à revenu fixe de référence, la plupart des investisseurs individuels ne font pas d'opérations sur les titres d'emprunt publics de référence; 8) rien ne prouve que les projets de modifications permettront d'obtenir le résultat souhaité et il faut poursuivre les recherches avant de prescrire des obligations de transparence.

Deux intervenants étaient généralement en faveur des obligations de transparence proposées dans la NC 21-101. Ils ont avancé les arguments suivants : 1) si des progrès ont été accomplis en ce qui concerne l'accès des grandes institutions aux cours des titres publics, le marché canadien des titres à revenu fixe souffre toujours d'un manque général de transparence de l'information après les opérations; 2) trop peu de progrès ont été accomplis pour ce qui est de la transparence pour les investisseurs individuels; 3) si les objectifs du principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM sont d'imposer une obligation de loyauté aux participants au marché, c'est au fournisseur, et non au client ni à l'autorité de réglementation, qu'il revient de déterminer la valeur pour l'investisseur, et le client n'a pas vraiment la capacité d'apprécier la juste valeur, car il ne reçoit généralement qu'une offre d'un seul courtier; 4) en l'absence de prix de référence externe crédible, il est difficile de vérifier la qualité de l'exécution. Un de ces intervenants a recommandé de n'exiger que la transparence globale de l'information après les opérations et d'accorder une dispense continue aux petits courtiers ou marchés dont la part de marché est inférieure à 0,5 %, afin d'équilibrer les coûts et les avantages du nouveau règlement. L'autre estimait qu'il devrait y avoir une obligation de fournir et de diffuser l'information concernant les titres d'emprunt publics désignés pour chaque opération en fonction de la pertinence pour les investisseurs individuels. Par exemple, les autorités de réglementation recevraient l'information sur les ordres et les informations après les opérations, mais les investisseurs individuels bénéficieraient de la transparence de l'information avant les opérations. Selon cet intervenant, la fourniture de l'information sur les ordres et de l'information après les opérations aux autorités de réglementation constitue une avancée pour la réglementation et le marché dans son ensemble. L'agence de traitement de l'information, en consultation avec les intervenants du secteur et les autorités de réglementation, déterminerait les titres pertinents et l'information requise pour les investisseurs individuels.

Un intervenant souhaitait que l'on précise si les obligations modifiées pour les intermédiaires entre courtiers sur obligations de fournir à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur les ordres portant sur les titres d'emprunt publics désignés concernait aussi l'exécution par téléphone, c'est-à-dire non électronique, ou les méthodes d'« accroissement du volume ».

Six intervenants ont recommandé que les ACVM prolongent la dispense actuelle pour les titres d'emprunt publics jusqu'au 31 décembre 2011 au lieu d'adopter les projets de modifications. Deux intervenants ont rejeté toute intervention réglementaire et déclaré que la meilleure solution serait que les autorités de réglementation établissent le principe de la transparence accrue tout en laissant le marché concevoir les systèmes de transparence. Quelques intervenants ont proposé aux ACVM de reporter leur décision en ce qui concerne la transparence jusqu'à ce que l'incidence du principe directeur n° 5B, *Opérations et surveillance du marché de détail des titres d'emprunt* récemment adopté par l'ACCOVAM soit connue ou que des recherches et des consultations supplémentaires aient été réalisées pour déterminer les besoins en transparence et en sensibilisation du marché de l'investissement individuel dans les titres à revenu fixe.

Réponse

Nous convenons que les mesures prises par le secteur ont permis d'accomplir des progrès en matière de transparence sur le marché des titres publics à revenu fixe. Les commentaires reçus ont souligné ce point. Cependant, il n'est pas certain que les marchés des investisseurs individuels et institutionnels aient atteint un niveau de transparence optimal ni qu'ils l'atteindront en l'absence d'obligations de transparence. Par conséquent, nous prolongerons la dispense des obligations de transparence pour les titres d'emprunt publics pendant cinq ans, jusqu'au 31 décembre 2011. Pendant ce temps, nous consulterons les intervenants du secteur ainsi que d'autres autorités de réglementation et personnes intéressées, et nous suivrons l'évolution des marchés pour déterminer si le niveau de transparence à la fin de la dispense est acceptable pour les autorités de réglementation et, le cas échéant, quel genre de réglementation ou de lignes directrices sont nécessaires à cet égard.

Question 2 : Les courtiers devraient-ils être assujettis à des obligations en ce qui concerne la transparence de l'information au sujet des ordres et (ou) des opérations sur les titres publics à revenu fixe? Dans l'affirmative, devraient-ils fournir de l'information sur les ordres, les opérations ou les deux?

Bien que la plupart des intervenants n'étaient pas en faveur d'une amélioration de la transparence et ne croyaient pas que les courtiers devraient être assujettis à des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe, certains se sont exprimés sur la question. Par exemple, un intervenant a fait remarquer que la surveillance de l'information avant les opérations était peu utile, tandis qu'un autre estimait que la diffusion des indications d'intérêt avant les opérations entre courtiers et grands investisseurs pourrait révéler leurs intentions aux autres participants au marché, qui pourraient se servir de cette information au détriment de ces courtiers et de leurs clients. Un intervenant estimait toutefois que toute obligation de transparence imposée par la législation en vertu de laquelle les SNP qui ont recours aux demandes de cotations sont tenus de déclarer les opérations exécutées mais qui ne requiert pas la déclaration des opérations faites au téléphone en réponse à ces demandes créera des conditions inéquitables.

Trois intervenants étaient d'avis que tous les participants au marché, y compris les courtiers, les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations, devraient être assujettis aux mêmes obligations de déclaration des opérations. L'un d'eux souhaitait que l'on oblige les courtiers à fournir de l'information sur les ordres et les opérations sur titres publics, mais pas à révéler les indications d'intérêt, puisque dans un marché de courtiers, elles ne constituent pas des ordres. Un intervenant a rejeté toute solution imposée par les autorités de réglementation, mais il estimait que les courtiers devraient être partie intégrante de toute solution et être tenus d'augmenter la transparence du marché avec les clients institutionnels et individuels.

Selon un intervenant, en l'absence d'obligations de transparence de l'information sur les ordres des clients et de restrictions sur les opérations hors-marché, obliger les marchés à révéler l'information sur les ordres de leurs adhérents aux non-adhérents soulève un problème de resquillage (*free-riding*) manifestement injuste et nuisible au développement du marché.

Réponse

En conséquence du prolongement de la dispense des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe, nous ne modifierons pas les obligations actuelles selon lesquelles seuls les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations doivent fournir l'information avant les ordres et les opérations pour les titres publics à revenu fixe. Pendant la prolongation de la dispense, nous poursuivrons l'analyse et les consultations auprès des intervenants du secteur pour déterminer quelles obligations imposer aux courtiers, le cas échéant.

Question 3 : Quel type d'information avant les opérations faudrait-il diffuser? Devrait-elle inclure des indications d'intérêt?

Les intervenants qui ont répondu à cette question n'étaient pas en faveur de la diffusion de l'information avant les opérations, mais certains d'entre eux se sont tout de même exprimés sur ce point. La majorité estimait qu'il ne fallait pas inclure les indications d'intérêt dans l'information avant les opérations, pour les raisons suivantes : 1) l'activité avant les opérations est rare sur le marché des titres à revenu fixe et la nature de ce marché ne se prête pas à la fourniture d'information avant les opérations dans la plupart des cas; 2) les indications d'intérêt ne fournissant pas d'information très utile, l'information avant les opérations ne devrait pas les inclure; 3) la diffusion des indications d'intérêt avant les opérations entre courtiers et grands investisseurs pourrait donner des indices aux autres participants au marché et dissuader les courtiers de faire des offres concurrentielles dans la fourchette des prix affichés; 4) l'information ne devrait pas inclure les indications d'intérêt tant que les intervenants du secteur ne se seront pas entendus sur leur nature et que l'on n'aura pas établi que l'inclusion des indications d'intérêt ne nuit à aucun type de lieu d'exécution.

Un intervenant a indiqué que toute information devrait être diffusée, y compris les indications d'intérêt, bien que, selon lui, l'obligation des courtiers de fournir au marché de l'information sur les opérations puisse nuire au marché en augmentant les risques liés aux opérations.

Réponse

En conséquence du prolongement de la dispense des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe, nous ne modifierons pas à ce stade les obligations prévues par la NC 21-101 et conserverons la définition actuelle d'« ordre » (soit l'indication ferme, par une personne ou société agissant à titre de contrepartiste ou de mandataire, qu'elle est disposée à acheter ou à vendre un titre).

Question 4 : Les délais de déclaration sont-ils appropriés (présentation de l'information sur les ordres en temps réel et de l'information sur les opérations dans l'heure suivant une opération)?

La plupart des intervenants estimaient que les délais de déclaration sont appropriés. Un intervenant a rejeté toute obligation réglementaire de présenter l'information sur les ordres en temps réel ou l'information sur les opérations dans l'heure suivant une opération. Selon lui, il faudrait permettre aux forces du marché de déterminer le niveau optimal de transparence de l'information sur les ordres et les opérations, ainsi que les délais de déclaration. Un autre intervenant craignait que la diffusion de l'information sur les opérations en temps réel n'empêche les courtiers de se protéger contre les risques lorsqu'ils prennent une position.

Un intervenant a indiqué que, si la déclaration des opérations est obligatoire pour les titres publics à revenu fixe, les ACVM devraient conserver le délai actuel d'une heure. Un autre intervenant a dit qu'il préférerait une obligation de présentation immédiate de l'information sur les opérations, mais reconnu que ce court délai de déclaration pourrait être difficile à tenir. Selon lui, en ce qui concerne les obligations de sociétés, la déclaration des opérations dans l'heure suivante permettrait d'atteindre un niveau de conformité acceptable et fournirait un point de départ pour de futures réductions du délai.

Enfin, un autre intervenant a fait remarquer qu'étant donné la mise en œuvre du traitement direct, les délais de déclaration ne seront plus nécessaires.

Réponse

En conséquence de la prolongation de la dispense des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe, nous n'apporterons pas de modifications aux dispositions actuelles de la NC 21-101 selon lesquelles les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations doivent fournir de l'information sur les ordres et les opérations pour ces titres en temps réel.

Question 5 : Les plafonds de volume applicables aux titres publics à revenu fixe indiqués dans l'Instruction complémentaire 21-101 sont-ils adéquats? Faudrait-il prévoir d'autres plafonds de volume pour les différents types d'obligations d'État?

Trois intervenants ont déclaré que tous les plafonds de volume prévus par les projets de modifications de l'IC 21-101 étaient adéquats. L'un d'eux estimait toutefois que l'information pourrait être axée sur le segment du marché visé. Ainsi, l'information des intermédiaires entre courtiers sur obligations serait pour les courtiers, tandis que l'information des courtiers sur les opérations conclues avec les clients serait pour les investisseurs. Un autre intervenant a dit que le plafond de volume de 10 millions de dollars pour les titres de l'État canadien était adéquat, mais proposé que l'on porte le plafond de volume pour les autres titres publics de 2 à 5 millions de dollars pour tenir compte du volume standard des opérations dans ce secteur.

Selon un intervenant, les plafonds de volume proposés pourraient ne pas être appropriés pour les titres d'emprunt publics. Par exemple, un plafond de 2 millions de dollars serait approprié pour des obligations de l'Ontario, mais pourrait représenter plus de 10 % d'une émission d'obligations de l'Île-du-Prince-Édouard ou d'obligations municipales. Un autre intervenant a déclaré qu'il pourrait être trompeur d'indiquer des prix avec des plafonds de volume puisque le prix dans les grandes opérations sur titres à revenu fixe n'est généralement pas pertinent pour les petits investisseurs qui ne peuvent pas s'attendre à une telle détermination du prix sur les petits ordres et que l'on peut obtenir la transparence optimale en excluant la déclaration de toutes les opérations sur les titres à revenu fixe au-dessus de certains volumes.

Un intervenant estimait que le plafond proposé pour les titres d'emprunt publics désignés émis ou garantis par l'État canadien devrait être nettement plus bas que 10 millions de dollars en valeur nominale totale, et qu'un plafond de 100 000 \$ est plus approprié pour les titres d'emprunt publics désignés, car il garantit que les investisseurs individuels peuvent tenir compte du flux d'ordres pertinent pour prendre leurs décisions en matière de placement. Un autre intervenant estimait que le plafond de 2 millions de dollars proposé pour les titres d'emprunt publics autres que les titres émis par l'État canadien était trop haut et qu'il fallait prévoir d'autres plafonds.

Selon trois intervenants, d'autres plafonds ne clarifieraient rien pour l'investisseur moyen. L'un d'eux a proposé que, si une certaine transparence de l'information concernant les opérations sur obligations d'État est exigée, toutes les opérations sur obligations d'État devraient être déclarées jusqu'à un plafond de 200 000 \$ par les intermédiaires entre courtiers sur obligations.

Réponse

En conséquence du prolongement de la dispense des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe, nous ne modifierons pas les obligations de transparence actuelles pour ces titres qui sont prévues par la NC 21-101 et ne comportent pas de plafonds de volume.

Question 6 : Devrions-nous exiger la transparence de l'information avant les opérations pour les titres privés à revenu fixe? Dans l'affirmative, faut-il imposer l'obligation aux marchés seulement ou aussi aux courtiers?

Nombre d'intervenants ont rejeté toute obligation de transparence de l'information avant les opérations pour les titres à revenu fixe. Ils ne faisaient aucune distinction entre les obligations d'État et les obligations de sociétés. Un intervenant a affirmé que l'information avant les opérations, c'est-à-dire l'information sur les ordres, est une caractéristique des marchés aux enchères de titres de participation qui n'est pas pertinente pour le marché des titres à revenu fixe. Il craignait que l'information avant les

opérations englobe des prix offerts et demandés sans tenir compte des conditions existantes du marché et qu'elle soit trompeuse quant à la valeur des titres. D'autres intervenants ont évoqué l'effet potentiellement défavorable de la transparence de l'information avant les opérations sur la liquidité du marché ainsi que l'effet défavorable sur la confidentialité.

Un intervenant estimait que la solution la plus conforme aux besoins des participants au marché serait une source volontaire des meilleurs prix offerts et demandés non attribués pour les titres privés à revenu fixe par plusieurs courtiers. Les participants au marché pourraient utiliser cette information pour interagir avec la source de liquidité appropriée et négocier un prix raisonnable pour l'opération projetée.

Réponse

Compte tenu des commentaires, nous n'apporteront pas de modifications supplémentaires pour exiger la transparence de l'information avant les opérations pour les titres privés à revenu fixe. Comme il est indiqué dans l'IC 21-101, nous continuerons de donner à l'agence de traitement de l'information la souplesse nécessaire pour déterminer si elle souhaite demander de l'information avant les opérations pour les titres privés à revenu fixe.

Question 7 : Faudrait-il abréger le délai de déclaration des opérations (par exemple, la déclaration et la diffusion de toutes les opérations devraient-elles se faire en temps réel)?

La majorité des intervenants étaient d'avis qu'il ne faudrait pas abréger le délai de déclaration des opérations. Certains craignaient que la diffusion de l'information sur les opérations en temps réel n'entraîne une hausse significative des coûts sans améliorer notablement la transparence, tandis que d'autres estimaient que l'affichage des opérations en temps réel dissuaderait les courtiers d'assurer la liquidité. Un intervenant estimait que la déclaration en temps réel n'était pas possible pour le moment d'un point de vue opérationnel car les courtiers s'efforcent encore de se conformer à l'obligation de déclaration dans l'heure suivant l'opération.

Selon un intervenant, la présentation immédiate de l'information sur les opérations ne sera pas un fardeau opérationnel significatif une fois qu'elle aura été rendue obligatoire. Il fait toutefois remarquer que, si les ACVM conservaient le délai d'une heure, d'autres éléments, comme l'heure de l'opération, devraient être inclus dans l'information sur les opérations, en plus du prix et de la quantité.

Réponse

Compte tenu des commentaires, nous conserverons les délais de déclaration de l'agence de traitement de l'information existante pour les titres privés à revenu fixe. Nous nous attendons à ce que l'agence de traitement de l'information continue à examiner la convenance des délais de déclaration et détermine si des modifications sont nécessaires.

Question 8 : Le processus de désignation des titres privés à revenu fixe de référence a-t-il été efficace? Veuillez expliquer votre réponse.

Quatre intervenants ont déclaré que la méthode actuelle de désignation des titres privés à revenu fixe de référence était efficace. Ils ont relevé les points suivants : 1) les données de référence sont généralement un bon indicateur du marché dans son ensemble; et 2) le processus de CanPX offre une plus grande souplesse que des obligations réglementaires. Un intervenant a toutefois fait remarquer que la sélection pourrait se faire plus fréquemment, par exemple une fois par mois. Une autre intervenant a signalé plusieurs faiblesses du processus actuel, par exemple : 1) la liste des obligations à laquelle les adhérents de CanPX ont accès ne change pas en fonction de l'activité de marché des courtiers ou des intermédiaires entre courtiers sur obligations fournisseurs mais n'est mise à jour qu'une fois par trimestre; 2) CanPX n'est pas représentative de tous les secteurs des marchés des capitaux canadiens qui s'intéressent aux titres à revenu fixe.

Un intervenant ne voyait aucun problème dans le processus actuel et ne croyait pas que les prix des obligations de sociétés diffusés par CanPX soient aussi utilisés par les participants au marché que d'autres sources de prix des obligations plus pertinentes.

Réponse

Nous convenons qu'une agence de traitement de l'information offre une plus grande souplesse que la réglementation. Nous notons également qu'au fil du temps, le nombre de titres privés à revenu fixe désignés déclarés à CanPX et par elle a presque triplé, ce qui indique que le processus de désignation des titres privés à revenu fixe est convenable dans l'ensemble. Nous continuerons à surveiller son efficacité et avons ajouté une disposition à la NC 21-101 pour exiger que l'agence de traitement de l'information indique le processus et les critères de sélection des titres à revenu fixe aux autorités de réglementation. Les entités qui présentent une demande pour exercer l'activité d'agence de traitement de l'information seront évaluées en fonction de plusieurs critères, dont la convenance de leur processus de sélection des obligations.

Question 9 : Des progrès suffisants ont-ils été accomplis à ce jour, de la part des autorités en valeurs mobilières et du secteur, en ce qui concerne la transparence de l'information sur les titres à revenu fixe? Pour les petits investisseurs? Pour les grands et les petits investisseurs institutionnels?

La majorité des intervenants estimaient que des progrès suffisants avaient été accomplis à ce jour en ce qui concerne la transparence de l'information sur les titres à revenu fixe. Toutefois, deux intervenants ont indiqué que d'autres progrès pourraient être nécessaires dans ce domaine pour les petits investisseurs, c'est-à-dire les investisseurs individuels, et qu'il faudrait effectuer des recherches, analyses et examens supplémentaires pour déterminer les meilleurs moyens d'obtenir une transparence efficace pour ces investisseurs.

Deux intervenants ont fait remarquer que, si des progrès ont été accomplis en ce qui concerne l'accès des grandes institutions aux cours des titres publics, le marché canadien des titres à revenu fixe souffre d'un manque général de transparence pour ce qui est de l'information après les opérations. L'un d'eux estimait que trop peu de progrès avaient été accomplis en ce qui concerne la transparence pour les investisseurs individuels et que les marchés à fournisseur unique dominent le paysage de l'investissement individuel. Selon lui, le sondage de l'ACCOVAM et des ACVM sur la réglementation des marchés des titres de créance effectué en 2002, qui est souvent cité à l'appui de la préservation du statu quo en matière de transparence sur le marché institutionnel et du besoin constant de transparence sur le marché de l'investissement individuel dans les titres à revenu fixe, ne correspond plus aux conditions actuelles et à l'évolution du marché. Un autre intervenant considérait que les investisseurs individuels doivent pouvoir compter sur la transparence de l'information avant les opérations et sur toute autre information concernant notamment les majorations et les commissions des courtiers.

Réponse

Nous convenons que le niveau de transparence sur le marché des titres à revenu fixe a augmenté de manière générale ces dernières années. Nous sommes également d'accord avec les intervenants qui estiment qu'il faut approfondir la compréhension des besoins en information des participants au marché de l'investissement individuel dans les titres à revenu fixe. À cet égard, nous reconnaissons et approuvons les projets menés par l'ACCOVAM, dont le sondage auprès des participants au marché canadien des titres de créance. Nous suivrons l'évolution du marché des titres à revenu fixe, tant au Canada qu'à l'étranger, consulterons les intervenants du secteur et travaillerons avec d'autres autorités de réglementation pour déterminer si des lignes directrices ou des obligations réglementaires supplémentaires sont nécessaires.

Autres commentaires et réponses des ACVM

La clarification des obligations de meilleure exécution et autres obligations dans un contexte de multiplicité des marchés

Plusieurs intervenants ont émis des réserves au sujet de la clarification proposée selon laquelle les courtiers doivent tenir compte de l'information de tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie (et pas seulement des marchés auxquels ils participent) et prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres. D'aucuns ont soutenu qu'il serait plus facile de mettre en œuvre ces obligations de meilleure exécution avec un intégrateur de marchés et un consolidateur de données. Un intervenant a indiqué que tout marché devrait avoir un certain niveau de flux d'ordres pour que les courtiers soient tenus d'y accéder. Cela éviterait aux courtiers d'engager les coûts de l'accès aux marchés sans liquidité manifeste. Un autre intervenant estimait qu'une méthode plus efficace et plus économique consisterait à obliger les nouveaux marchés à établir des connexions entre eux et avec le marché principal au lieu d'imposer la connectivité aux courtiers.

Plusieurs intervenants ont avancé l'idée selon laquelle la meilleure exécution varie d'un marché à l'autre. Appliquée aux ordres des clients individuels, cette expression peut ne pas avoir le même sens ni être traitée de la même façon que pour les ordres des clients institutionnels. Ces intervenants ont prévenu les ACVM contre une interprétation trop étroite de la « meilleure exécution » qui l'assimilerait par exemple à l'obtention du meilleur prix. L'un d'eux a proposé que l'expression « meilleure exécution » soit révisée dans le contexte du marché obligataire. Un intervenant a fait remarqué qu'une définition étroite de la meilleure exécution réduit la concurrence entre les lieux d'exécution parce qu'elle astreint l'activité de négociation au seul critère du prix.

Les préoccupations suivantes ont aussi été soulevées : 1) il vaudrait peut-être mieux apporter de telles modifications au moyen d'un règlement sur la meilleure exécution et non sur la transparence des opérations; et 2) le comité sectoriel formé pour étudier ces questions lorsque les textes sur les SNP sont entrés en vigueur n'a ni envisagé ni recommandé dans son rapport de 2003 une obligation réglementaire selon laquelle les courtiers doivent accéder à tous les marchés ou à l'information sur tous les ordres sur les marchés auxquels ils n'ont pas accès ou dont ils ne sont pas membres. Les intervenants ont proposé aux ACVM de créer un autre comité sectoriel pour réexaminer la meilleure exécution, notamment les frais d'exécution et d'accès, ainsi que les obligations d'opérations hors cours.

Deux intervenants appuyaient la position des ACVM selon laquelle tous les marchés doivent être pris en considération, sinon les courtiers pourraient laisser de côté de meilleures exécutions en choisissant de ne pas accéder à d'autres marchés. L'un d'eux estimait que, dans la pratique, les courtiers devront avoir accès à tous les marchés, directement ou non, pour offrir la meilleure exécution à leurs clients. Il a suggéré une façon d'y parvenir. L'autre intervenant considérait que l'absence d'accès total des courtiers au registre des ordres d'un marché ne devrait pas les dispenser de prendre ce marché en considération pour remplir leur obligation de meilleure exécution envers leurs clients. Il a ajouté que l'information après les opérations concernant les titres négociés, la quantité et le prix peut être pertinente et que les courtiers devraient en tenir compte pour obtenir la meilleure exécution possible. Il a proposé de modifier le projet de modification de l'IC 23-101 pour inclure l'information après les opérations ainsi que l'information avant les opérations (sur les ordres) sur tous les marchés.

Réponse

En vertu du paragraphe 1 de l'article 4.2 actuel de la NC 23-101, le courtier qui agit comme mandataire d'un client doit faire des efforts raisonnables pour que le client reçoive le meilleur prix d'exécution sur un achat ou une vente de titres. En ce qui concerne les titres intercotés, les lignes directrices actuelles de l'IC 23-101 indiquent que le courtier doit, dans ses efforts raisonnables, envisager s'il serait approprié, dans les circonstances particulières, de regarder du côté des marchés situés à l'extérieur du Canada. Les projets de modifications visaient à clarifier les obligations de meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés au Canada. À noter que le terme « marché » (défini dans la NC 21-101) désigne un marché au Canada. Vu les questions au sujet de la clarification et les commentaires reçus, nous avons apporté plusieurs autres modifications.

Les projets de modifications prévoyaient que, selon nous, les courtiers doivent tenir compte de toute l'information pertinente de tous les marchés sur lesquels les mêmes titres se négocient et qu'ils ne doivent pas considérer que leur obligation se limite aux marchés auxquels ils participent. Nous n'avons pas l'intention de nous fixer comme attente que les courtiers doivent avoir accès à la liste des données transmises en temps réel, mais plutôt qu'ils devraient disposer de politiques et procédures raisonnables d'exécution au meilleur prix qui tiennent notamment compte de l'information visée de tous les marchés pertinents dans les circonstances et prévoient l'examen des politiques et procédures. Nous ne jugeons pas que les courtiers pourraient limiter leurs obligations de meilleure exécution en choisissant de ne pas tenir compte de certains marchés. La meilleure exécution est une évaluation que les courtiers font en fonction des circonstances, conformément à leurs politiques et procédures.

Nous ne jugeons pas qu'un intégrateur de marchés ou un consolidateur de données soit nécessaire pour assurer la conformité. Les ACVM ont déterminé que l'intégration obligatoire des marchés n'était pas nécessaire en s'appuyant sur les vues d'un comité sectoriel selon lequel les responsabilités en matière de meilleure exécution et la disponibilité de l'information avant et après les opérations seraient suffisantes. Nous convenons toutefois que l'existence d'une agence de traitement de l'information affichant des données consolidées serait utile pour la réalisation de la meilleure exécution. Nous examinons actuellement les demandes d'agences de traitement de l'information.

Nous sommes d'accord avec un des intervenants, selon lequel l'information pertinente devrait inclure l'information après les opérations ainsi que l'information avant les opérations (sur les ordres). Nous avons modifié l'IC 23-101 en conséquence.

Nous souscrivons également aux commentaires selon lesquels le prix n'est qu'un des éléments que les courtiers doivent prendre en considération pour satisfaire à leur obligation de meilleure exécution. Notre examen des opérations hors cours et de la meilleure exécution en général est en cours. Lorsque nous l'aurons terminé, nous proposerons des modifications des obligations actuelles pour clarifier davantage l'obligation de meilleure exécution.

Règles relatives à la piste de vérification électronique

Un intervenant a remarqué que la section de l'avis portant sur la piste de vérification électronique présente un modèle axé sur les courtiers et le marché qui ne correspond pas aux idées les plus récentes sur la mise en œuvre du système TREATS. Il a cité les commentaires qu'il avait formulés auparavant à propos d'un autre modèle de mise en œuvre axé sur les autorités de réglementation par opposition à un modèle axé sur les courtiers et le marché et indiqué qu'il était fortement en faveur du premier. Il estimait également qu'il était trop tôt pour effectuer une analyse coûts-avantages et a proposé de ne la faire qu'une fois que les obligations relatives à toutes les catégories de titres seront au point. Il a aussi demandé des précisions sur les attentes relatives à la date révisée de la dispense, le 1^{er} janvier 2010, notamment pour savoir si la mise en œuvre serait terminée pour toutes les catégories de titres ou si elle se ferait de façon progressive.

On a également avancé que les autorités de réglementation du Canada essaient d'atteindre leurs objectifs de surveillance en s'en remettant presque exclusivement à la technologie. On les a encouragées à investir dans les ressources humaines pour améliorer leurs capacités de surveillance.

Un intervenant a souligné qu'il est important que les courtiers saisissent les modalités des ordres lorsqu'ils les reçoivent, mais aussi qu'ils soient capables de comparer l'information du marché à la réception d'un ordre avec les références standard du secteur après l'exécution de l'ordre de façon à déterminer s'ils s'acquittent de leur responsabilité fiduciaire d'obtenir la meilleure exécution. L'intervenant a rappelé qu'il est important que les ordres institutionnels soient saisis électroniquement à l'origine.

Un intervenant a prié les ACVM d'appliquer les règles relatives à la piste de vérification électronique d'abord au marché des titres de participation dans un contexte de multiplicité des marchés avant de les appliquer au marché des titres à revenu fixe, car ce marché a fait la preuve de ses capacités en ce qui

concerne les déclarations et la tenue de dossiers, de sorte que l'intervention réglementaire n'est pas urgente.

Réponse

Nous étudions actuellement la structure appropriée du système TREATS, notamment pour déterminer si la solution retenue devrait être axée sur les courtiers et le marché ou sur les autorités de réglementation. La structure choisie aura une incidence sur l'information dont les courtiers disposeront pour remplir leurs obligations. Les obligations des courtiers et des marchés en ce qui concerne l'information sur les titres de participation ont été achevées. Les obligations d'information concernant les catégories de titres restantes seront achevées avant la réalisation de l'analyse coûts-avantage, attendue pour décembre 2007.

Un plan de mise en œuvre sera élaboré une fois que la modélisation des données sera terminée et que les questions relatives à l'architecture du système TREATS auront été réglées. Une mise en œuvre progressive est prévue pour chaque catégorie de titres visée par le projet, à commencer par les titres de participation.

Les obligations et la situation des agences de traitement de l'information concernant les titres d'emprunt et de participation

Deux intervenants ont proposé que l'établissement d'une agence de traitement de l'information qui consolide l'information sur les titres de participation soit laissé aux forces du marché. Ils ne souhaitent pas que l'utilisation d'une telle agence soit obligatoire et appelaient de leurs vœux une réglementation qui encourage une solution concurrentielle provenant du marché pour répondre aux besoins du marché en matière d'information. L'un d'eux a proposé qu'une fois le volume seuil atteint, tous les fournisseurs d'information consolidée soient tenus d'intégrer l'information de tous les marchés.

Réponse

Nous estimons que la consolidation des données et une agence de traitement de l'information qui répond aux normes approuvées par les autorités de réglementation assureraient l'existence d'une source centrale de données consolidées, ce qui contribuerait à régler les questions relatives à la meilleure exécution et à l'intégrité du marché. Nous ferons toutefois le suivi de ces questions pour déterminer si une solution provenant du marché conviendrait mieux ultérieurement.

Suppression de la dispense des obligations de transparence de l'information pour les titres cotés qui sont des options ou des titres cotés à l'étranger qui sont des options

Un intervenant a demandé que cette dispense ne soit pas supprimée mais plutôt prolongée jusqu'à ce que l'incidence des obligations de transparence sur ces types de titres soit mieux connue.

Afin que les règles du jeu soient égales pour tous les participants au marché, un autre intervenant a proposé que tout instrument synthétique ou assimilable à un dérivé (négocié hors marché ou sur une bourse reconnue) qui comporte un risque similaire à celui des titres à revenu fixe soit assujéti aux mêmes obligations de déclaration et de transparence que les instruments équivalents du marché au comptant. Il a également préconisé les mêmes obligations de transparence avant les opérations pour tous les instruments du marché au comptant, dérivés et instruments synthétiques en ce qui concerne les ordres et recommandé de n'envoyer l'information après les opérations qu'aux autorités de réglementation.

Réponse

Nous avons décidé de supprimer cet article et d'exiger la transparence pour les titres cotés qui sont des options ou des titres cotés à l'étranger qui sont des options. À l'heure actuelle, la Bourse de Montréal diffuse de l'information sur les titres cotés qui sont des options. Aucun autre marché ne négocie des titres cotés qui sont des options ou des titres cotés à l'étranger qui sont des options.

Indication que l'information fournie par les marchés doit préciser l'identité du marché et contenir tout autre renseignement utile

Un intervenant a demandé aux ACVM de préciser les conséquences de ce projet de modification. Il a souligné la difficulté de préciser l'identité de tous les marchés sur la confirmation envoyée aux investisseurs dans les cas où des opérations sur titres de participation peuvent être exécutées en partie sur plusieurs marchés, car il peut être impossible de le faire sur une seule confirmation. Il a en outre affirmé que la délivrance de plusieurs confirmations pour une seule opération créerait de la confusion chez l'investisseur. L'intervenant a proposé que, dans ces cas, la confirmation indique « Plusieurs marchés – renseignements fournis sur demande ». Il était d'avis que ce projet de modification ne s'applique pas au marché des titres à revenu fixe.

Réponse

Cette modification vise à préciser que l'information fournie par un marché à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information doit comprendre tous les éléments pertinents (dont l'identité du marché). Cette information est différente de celle qui doit figurer sur la confirmation d'opération (qui n'est pas visée par cette modification). En ce qui concerne la confirmation d'opération, si l'opération est exécutée sur plusieurs marchés, nous estimons qu'il est convenable d'indiquer « Plusieurs marchés – renseignements fournis sur demande ».

Autres modifications de l'IC 21-101

En ce qui concerne l'information sur les titres d'emprunt publics et les titres d'emprunt privés à envoyer à l'agence de traitement de l'information, un intervenant a demandé des précisions sur l'obligation d'indiquer le « type de contrepartie » à l'agence de traitement de l'information.

Réponse

Le type de contrepartie à indiquer à l'agence de traitement de l'information s'entend de la catégorie de partie à l'opération. Il peut s'agir du « courtier », du « client » ou d'autres parties. La collecte de cette information contribuera à éviter l'inscription en double des opérations dans la liste consolidée.

Dispenses d'inscription qui ne sont pas ouvertes aux SNP

Un intervenant a demandé des précisions à propos de l'objectif et de l'effet juridiques du projet d'article 6.2 de l'IC 21-101 puisque, selon lui, les SNP inscrits comme courtiers n'ont pas besoin de dispenses d'inscription à ce titre. Il supposait que la disposition ne visait pas à empêcher les SNP de participer à des opérations exécutées par des adhérents qui ne sont pas des investisseurs institutionnels inscrits.

Le même intervenant a proposé de réécrire la modification de l'article 6.2 de la NC 21-101 et de l'IC 21-101 pour préciser que les activités du SNP qui ne sont pas des activités propres aux SNP seulement ne sont pas compromises par ce projet d'article [« Sauf disposition contraire de la présente norme, les dispenses d'inscription des courtiers prévues par la législation en valeurs mobilières ne sont pas ouvertes au SNP pour ses activités de SNP. »]

Réponse

Le projet de modification vise à préciser que, même si les SNP sont des courtiers inscrits, les dispenses d'inscription ouvertes aux courtiers ne leur sont généralement pas ouvertes (par exemple, la dispense pour placement auprès d'investisseurs qualifiés qui est ouverte aux courtiers n'est pas ouverte aux SNP). La seule dispense d'inscription prévue par les textes sur les SNP est que l'autorité en valeurs mobilières peut envisager d'accorder une dispense au SNP qui est inscrit dans un territoire et ne donne accès qu'aux courtiers inscrits dans un autre territoire.

Mise à la disposition du public des spécifications techniques et des installations d'essais par les marchés, projet de modifications de la NC 21-101, article 12.3

Certains intervenants avaient des réserves concernant la faisabilité de la procédure prévue pour la mise à disposition du public des prescriptions techniques et des installations d'essais.

Un intervenant a remarqué que les projets de modifications représentent un changement fondamental du mode de fonctionnement du secteur, qui nécessitera des efforts considérables et demandera beaucoup de temps. Quelques intervenants ont demandé un délai plus long pour que les marchés mettent à la disposition du public les spécifications techniques relatives à l'interfaçage avec leurs systèmes ou à l'accès à ceux-ci. Un intervenant a proposé que les nouveaux marchés soient tenus de mettre à la disposition du public toutes leurs spécifications techniques et installations d'essais pendant au moins six mois avant leur mise en activité. Il a aussi affirmé que ce sont les marchés plutôt que les courtiers qui devraient supporter le coût de leur connectivité puisque cela ferait coïncider les frais de développement et les avantages éventuels. À titre subsidiaire, on a proposé que les ACVM mettent sur pied un comité sectoriel pour examiner les coûts et avantages des diverses options ainsi que les économies qu'elles permettraient de réaliser.

Un intervenant a fait remarquer que les conventions relatives aux systèmes prévoient des clauses de protection des droits de propriété intellectuelle et qu'il faudrait envisager une solution qui intègre ces conventions pour tenir compte de cette obligation.

Réponse

Nous estimons qu'obliger les marchés à mettre à la disposition du public leurs spécifications techniques pendant deux mois avant leur mise en activité est un délai approprié. Nous rejetons l'argument selon lequel ce sont les marchés plutôt que les courtiers qui devraient supporter le coût de leur connectivité car cela constituerait une barrière à l'entrée pour les nouveaux marchés. Les droits de propriété intellectuelle peuvent être protégés par des conventions, mais nous

sommes d'avis que les spécifications techniques appropriées doivent être mises à la disposition du public pour que les courtiers soient en mesure de se préparer convenablement pour les nouveaux marchés.

Modifications de l'Annexe 21-101A5

Un intervenant a demandé des précisions en ce qui concerne l'expression « notamment les processus de validation des données », à la fin de la sous-section 2 de la description de l'Annexe G de l'Annexe 21-101A5, car il craignait que ces processus n'entraînent des retards ou des coûts, ou les deux, dans la conception, la mise en œuvre et l'exploitation du système de l'agence de traitement de l'information.

Réponse

En vertu de l'article 14.4 de la NC 21-101, l'agence de traitement de l'information est tenue d'assurer la collecte, le traitement, la diffusion et la publication des informations sur les ordres et sur les opérations sur titres d'une manière rapide, exacte, fiable et loyale. Pour respecter cette obligation, elle peut se doter de procédures de validation des données et d'autres processus garantissant l'intégrité des données. Nous n'avons pas précisé le type de processus de validation des données requis, mais nous en évaluerons la convenance générale lors de l'examen des demandes déposées par les entités qui souhaitent exercer l'activité d'agence de traitement de l'information.

Liste des intervenants

1. Banque du Canada
2. Blackmont Capital Inc.
3. BMO Groupe financier
4. CanDeal
5. L'Office d'investissement du RPC
6. Inter Dealer Broker Association
7. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
8. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
9. ITG Canada Corp.
10. Ministère des Finances de la Colombie-Britannique
11. Perimeter Markets Inc.
12. RBC Groupe financier
13. Scotia Capitaux Inc.
14. Valeurs Mobilières TD inc.
15. Groupe TSX Inc.

RÈGLEMENT MODIFIANT LA NORME CANADIENNE 21-101, LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Loi sur les valeurs mobilières
(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 1^o, 2^o, 3^o, 8^o, 26^o, 32^o et 34^o)

1. L'article 1.1 de la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché, est modifié par le remplacement de la définition de « titre d'emprunt public » par la suivante :

« « titre d'emprunt public » : un titre d'emprunt qui n'est ni inscrit à la cote d'une Bourse reconnue, ni coté sur un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, ni inscrit à la cote d'une Bourse ni coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu pour l'application de la présente norme et de la NC 23-101 et qui remplit l'une des conditions suivantes :

- a) il est un titre émis ou garanti par le gouvernement du Canada ou une province ou un territoire du Canada;
- b) il est un titre émis ou garanti par une municipalité au Canada, garanti par les impôts qui sont prélevés en vertu d'une loi d'un territoire du Canada sur les biens-fonds de ce territoire et perçus par la municipalité où se trouvent les biens-fonds ou par l'entremise de cette municipalité, ou dont le remboursement est assuré par ces impôts;
- c) il est un titre émis par une société d'État;
- d) en Ontario, il est un titre émis par un conseil scolaire de l'Ontario ou par une personne morale créée en vertu du paragraphe 1 de l'article 248 du *Education Act* (R.S.O. 1990, c. E.2) de l'Ontario;
- e) au Québec, il est un titre émis par le Comité de gestion de la taxe scolaire de l'Île de Montréal; ».

2. L'article 6.2 de cette norme est remplacé par le suivant :

« 6.2. Dispenses non ouvertes

Sauf disposition contraire de la présente norme, les dispenses d'inscription des courtiers prévues par la législation en valeurs mobilières ne sont pas ouvertes au SNP. ».

3. L'article 7.2 de cette norme est remplacé par le suivant :

« 7.2. La transparence de l'information après les opérations – Titres cotés

Le marché fournit à une agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci, des informations exactes et à jour au sujet des opérations sur des titres cotés effectuées sur le marché ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation. ».

4. L'article 7.4 de cette norme est remplacé par le suivant :

« 7.4. La transparence de l'information après les opérations – Titres cotés à l'étranger

Le marché fournit à un fournisseur d'information des informations exactes et à jour au sujet des opérations sur des titres cotés à l'étranger effectuées sur le marché. ».

5. L'article 7.5 de cette norme est remplacé par les suivants :

« 7.5. La liste consolidée – Titres cotés

L'agence de traitement de l'information produit une liste consolidée exacte et à jour présentant les informations qui lui sont fournies conformément aux articles 7.1 et 7.2.

7.6. La conformité aux exigences de l'agence de traitement de l'information

Le marché se conforme aux exigences raisonnables de l'agence de traitement de l'information à laquelle il est tenu de fournir des informations conformément à la présente partie. ».

6. L'article 8.2 de cette norme est modifié :

1° par le remplacement de l'alinéa par le paragraphe suivant :

« 1) Le marché qui affiche à l'intention d'une personne ou société des ordres portant sur des titres d'emprunt privés fournit à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur les ordres portant sur les titres d'emprunt privés désignés affichés sur le marché, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation, selon les exigences de celui-ci. »;

2° par l'addition des paragraphes suivants :

« 3) Le marché fournit à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur les opérations sur les titres d'emprunt privés désignés effectuées sur le marché, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation, selon les exigences de celui-ci.

4) L'intermédiaire entre courtiers sur obligations fournit à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur les opérations sur les titres d'emprunt privés désignés effectuées par l'entremise de l'intermédiaire, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation, selon les exigences de celui-ci.

5) Le courtier exécutant des opérations sur des titres d'emprunt privés hors marché fournit à une agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci, des informations exactes et à jour sur les opérations sur les titres d'emprunt privés désignés effectuées par lui ou par son entremise, ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation, selon les exigences de celui-ci. ».

7. Cette norme est modifiée par le remplacement de l'article 8.5 par les suivants :

« 8.5. Les obligations d'information de l'agence de traitement de l'information

1) L'agence de traitement de l'information fait état du processus et des critères de sélection ainsi que de la liste des titres d'emprunt publics, s'il y a lieu, et des titres d'emprunt privés désignés au plus tard trente jours après la fin de chaque trimestre civil.

2) L'agence de traitement de l'information fait état, au plus tard trente jours après la fin de chaque année civile, du processus de communication des titres désignés aux marchés, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux courtiers qui lui fournissent l'information prévue par la présente norme, notamment l'emplacement de la liste de ces titres.

8.6. Dispense pour les titres d'emprunt publics

L'article 8.1 ne s'applique pas avant le 1^{er} janvier 2012. ».

8. L'article 11.2 de cette norme est modifié par le remplacement du paragraphe 2 par les suivants :

« 2) Le marché transmet à l'autorité en valeurs mobilières ou, s'il a conclu une entente avec un fournisseur de services de réglementation conformément à la NC 23-101, à ce fournisseur les informations que ceux-ci exigent, dans un délai de dix jours ouvrables et sous la forme électronique qu'ils déterminent.

3) La tenue des dossiers conformément à l'article 11.1 et au paragraphe 1 ainsi que la transmission d'informations à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation prévue au paragraphe 2 se font sous la forme électronique prévue par l'autorité ou le fournisseur. ».

9. Cette norme est modifiée par l'insertion, après l'article 12.2, du suivant :

« 12.3. Mise à la disposition du public des spécifications techniques et des installations d'essais

1) Le marché met à la disposition du public pendant au moins les deux mois précédant sa mise en activité les prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec ses systèmes ou à l'accès à ceux-ci.

2) Après la diffusion des prescriptions techniques visées au paragraphe 1, le marché met à la disposition du public pendant au moins un mois des installations d'essais concernant l'interfaçage avec ses systèmes et l'accès à ceux-ci. ».

10. L'Annexe A de cette norme est abrogée.

11. L'Annexe 21-101A2 de cette norme est modifiée par l'insertion, à la fin du paragraphe 5 de la sous-section intitulée « Annexe G », de ce qui suit :

« S'il y a lieu, préciser au moins les parties au règlement des opérations, les opérations réglées et les procédures de gestion du risque de contrepartie et de règlement. ».

12. L'Annexe 21-101A5 de cette norme est modifiée :

1^o dans la section 1 :

a) par l'insertion, à la fin de la sous-section intitulée « Annexe A », de ce qui suit :

« en indiquant les processus et les procédures qui favorisent l'indépendance à l'égard des marchés, des intermédiaires entre courtiers sur obligations et des courtiers fournissant des données »;

b) par l'insertion, dans la sous-section intitulée « Annexe C », après les mots « personnes exerçant des fonctions semblables », de ce qui suit :

« en poste actuellement ou au cours de l'année précédente en identifiant ceux qui ont la responsabilité globale de l'intégrité des données transmises au système de l'agence de traitement de l'information (le « système ») et affichées par celui-ci ainsi que de leur transmission et de leur affichage en temps opportun, et »;

c) par l'insertion, à la fin de la première phrase de la sous-section intitulée « Annexe E », de ce qui suit :

« en identifiant les employés responsables de l'intégrité des données transmises au système et affichées par celui-ci ainsi que de leur transmission et de leur affichage en temps opportun »;

2° dans la section 2 :

a) par la suppression, dans la sous-section intitulée « Annexe G », de « de l'agence de traitement de l'information »;

b) par l'insertion, à la fin du paragraphe 2 de la sous-section intitulée « Annexe G », de ce qui suit :

« , notamment les processus de validation des données »;

c) par le remplacement de la sous-section intitulée « Annexe H » par la suivante :

« Un exposé décrivant chaque service fourni ou fonction exercée par l'agence de traitement de l'information. Donner une description des procédures employées pour la collecte, le traitement, la diffusion, la validation et la publication de l'information sur les ordres et les opérations sur titres. »;

d) par le remplacement, dans la sous-section intitulée « Annexe J », de la dernière phrase par la suivante :

« Décrire les mesures prises pour vérifier l'exactitude de l'information reçue et diffusée par le système et pour vérifier sa transmission et sa diffusion en temps opportun, notamment les processus de résolution des problèmes d'intégrité des données rencontrés. »;

3° par le remplacement, dans le texte français de la sous-section intitulée « Annexe N » de la section 3, de « de recettes » par « des produits »;

4° dans la section 4 :

a) par le remplacement de l'intitulé par le suivant :

« 4. Droits et partage des produits »;

b) par l'insertion, à la fin de la sous-section intitulée « Annexe O », de ce qui suit :

« S'il existe une entente de partage des produits de la vente des données diffusées par l'agence de traitement de l'information entre celle-ci et un marché, un intermédiaire entre courtiers sur obligations ou un courtier qui lui fournit des données en vertu de la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché, décrire l'entente et ses modalités dans leur intégralité. »;

5° par l'addition, après la section 5, de la suivante :

« 6. Sélection des titres déclarés à l'agence de traitement de l'information

Annexe T

Lorsqu'il incombe à l'agence de traitement de l'information de décider des données à lui transmettre, y compris des titres pour lesquels l'information doit être déclarée en vertu de la

Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché, préciser le mode de sélection et de communication de ces titres, notamment les renseignements suivants :

1. les critères servant à décider des titres à déclarer;
2. le processus de sélection des titres, notamment la fréquence de la sélection et la description des intervenants consultés;
3. le processus de communication des titres sélectionnés aux marchés, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux courtiers lui fournissant l'information prévue par la Norme canadienne 21-101, Le fonctionnement du marché, notamment l'emplacement de ces renseignements. ».

13. Le présent règlement entre en vigueur à la date de sa publication à la *Gazette officielle du Québec*.

RÈGLEMENT MODIFIANT LA NORME CANADIENNE 23-101, LES RÈGLES DE NÉGOCIATION

Loi sur les valeurs mobilières

(L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1, par. 2^o, 3^o, 8^o, 11^o, 26^o et 32^o)

1. L'article 3.1 de la Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation, est modifié par le remplacement du paragraphe 2 par le suivant :

« 2) En Alberta, en Colombie-Britannique, en Ontario, au Québec et en Saskatchewan, les dispositions du *Securities Act* (R.S.A. 2000, c. S-4), du *Securities Act* (R.S.B.C. 1996, ch. 418), de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.O., 1990, c. S.5), de la Loi sur les valeurs mobilières (L.R.Q., c. V-V-1.1) et du *The Securities Act, 1988* (S.S. 1988-89, c. S-42.2), respectivement, visant la manipulation et la fraude s'appliquent au lieu du paragraphe 1. ».

2. L'article 7.2 de cette norme est modifié par le remplacement, dans le paragraphe a, de « de la Bourse reconnue et de ses membres » par « des membres de la Bourse reconnue ».

3. L'article 7.4 de cette norme est modifié par le remplacement, dans le paragraphe a, de « du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations et de ses utilisateurs » par « des utilisateurs du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ».

4. L'article 11.1 de cette norme est modifié par l'insertion du paragraphe suivant :

« 2) La présente partie ne s'applique pas au courtier ou à l'intermédiaire entre courtiers sur obligations qui, concernant des titres particuliers, satisfait à des obligations similaires établies par un fournisseur de services de réglementation et approuvées par l'autorité en valeurs mobilières compétente. ».

5. L'article 11.2 de cette norme est modifié :

1^o dans le paragraphe 1 :

a) par l'insertion, après « titres », de « de participation, des titres à revenu fixe ou d'autres titres désignés par un fournisseur de services de réglementation »;

b) par l'insertion, à la fin et compte tenu des adaptations nécessaires, des sous-paragraphe suivants :

« r) si l'ordre est pour le compte d'un initié;

s) toute autre indication exigée par le fournisseur de services de réglementation. »;

2^o par le remplacement des paragraphes 5 et 6 par les suivants :

« 5) **La transmission de l'information sur les ordres** - Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations enregistrent et transmettent à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation l'information que ceux-ci exigent, dans un délai de dix jours ouvrables et sous la forme électronique que ce fournisseur ou l'autorité en valeurs mobilières détermine.

6) **La forme électronique** – L'enregistrement conservé par le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations conformément aux paragraphes 1 à 4 et la transmission de l'information à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation prévue au paragraphe 5 se feront sous forme électronique au plus tard le 1^{er} janvier 2010.

7) **Les règles de conservation des enregistrements** – Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations conservent tous les enregistrements pendant au moins sept ans à compter de la création de l'enregistrement visé par le présent article et, pendant les deux premières années de cette période, dans un endroit facilement accessible. ».

6. Le présent règlement entre en vigueur à la date de sa publication à la *Gazette officielle du Québec*.

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 21-101, *LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ*

PARTIE 1 MODIFICATIONS

1.1. Modifications

1) Le présent texte modifie l'Instruction complémentaire 21-101, *Le fonctionnement du marché*.

2) L'article 3.4 de cette instruction est modifié :

a) par le remplacement du paragraphe 6 par le suivant :

« 6) Un SNP ne peut se prévaloir d'une dispense d'inscription par ailleurs ouverte à un courtier en vertu de la législation en valeurs mobilières, même s'il est inscrit comme courtier (sauf disposition contraire de la norme), parce qu'il est également un marché et que d'autres considérations entrent en ligne de compte. »;

b) par la renumérotation des paragraphes en conséquence.

3) L'article 9.1 de cette instruction est modifié :

a) par le remplacement du paragraphe 2 par le suivant :

« 2) Pour être conforme aux articles 7.1 et 7.2 de la norme, l'information que le marché fournit à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information doit préciser l'identité du marché et contenir tout autre renseignement utile, notamment le volume, le symbole, le cours et l'heure de l'ordre ou de l'opération. »;

b) par la suppression du paragraphe 5;

c) par la renumérotation des paragraphes en conséquence.

4) La partie 10 de cette instruction est modifiée :

a) par le remplacement du paragraphe 1 de l'article 10.1 par le suivant :

« 1) L'obligation de transparence de l'information relative aux ordres et aux opérations sur les titres d'emprunt publics prévue à l'article 8.1 de la norme ne s'appliquera pas avant le 1^{er} janvier 2012. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières continueront à examiner les obligations de transparence pour décider s'il y a lieu de modifier celles visées aux paragraphes 2 et 3. »;

par le remplacement du paragraphe 3 de l'article 10.1 par le suivant :

« 3) Les obligations de l'agence de traitement de l'information concernant les titres d'emprunt privés sont les suivantes :

a) Les marchés sur lesquels des titres d'emprunt privés sont négociés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers négociant de tels titres hors marché doivent fournir, dans un délai d'une heure après l'opération ou un délai plus court fixé par l'agence de traitement de l'information, le détail des opérations effectuées sur tous les titres d'emprunt privés désignés par l'agence, notamment le type de contrepartie, l'émetteur, le type de titre, la catégorie, la série, le coupon et l'échéance du titre, le cours et l'heure de l'opération et, sous réserve des plafonds indiqués ci-dessous, le volume négocié. Si la valeur nominale d'une opération sur des titres d'emprunt privés de qualité supérieure est supérieure à 2 millions de dollars, le détail de l'opération à fournir à l'agence de traitement

de l'information doit indiquer « 2 000 000 \$ + ». Si la valeur nominale d'une opération sur tout autre titre d'emprunt privé est supérieure à 200 000 \$, le détail de l'opération à fournir à l'agence de traitement de l'information doit indiquer « 200 000 \$ + ».

b) Bien que les marchés doivent fournir de l'information sur les ordres portant sur les titres d'emprunt privé en vertu du paragraphe 1 de l'article 8.2 de la norme, l'agence de traitement de l'information n'exige pas que cette information lui soit fournie.

c) Le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations ou le courtier satisfait aux obligations prévues aux paragraphes 1 et 3 à 5 de l'article 8.2 de la norme en fournissant de l'information exacte et à jour à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation des marchés de titres à revenu fixe. »;

c) par le remplacement du paragraphe 5 de l'article 10.1 par le suivant :

« 5) L'agence de traitement de l'information est tenue d'appliquer des critères et un processus transparents dans la sélection des titres d'emprunt publics et des titres d'emprunt privés désignés, ainsi que de diffuser ces critères et ce processus dans le public. »;

d) par la renumérotation des paragraphes suivants en conséquence;

e) par le remplacement, dans le texte français du paragraphe 7 de l'article 10.2, de « portant sur un principal égal ou inférieur » par « dont la valeur nominale est égale ou inférieure » et de « portant sur un principal supérieur » par « dont la valeur nominale est supérieure »;

f) par le remplacement, dans le texte français du paragraphe 8 de l'article 10.2, de « portant sur un principal égal ou inférieur » par « dont la valeur nominale est égale ou inférieure » et de « portant sur un principal supérieur » par « dont la valeur nominale est supérieure ».

MODIFICATION DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101, LES RÈGLES DE NÉGOCIATION**PARTIE 1 MODIFICATIONS**

1.1. Modifications

- 1) Le présent texte modifie l'Instruction complémentaire 23-101, *Les règles de négociation*.
- 2) L'article 2.1 de cette instruction est modifié par le remplacement de la dernière phrase par la suivante :

« La dispense du paragraphe 1 de l'article 3.1 ne s'applique pas en Alberta, en Colombie-Britannique, en Ontario, au Québec ni en Saskatchewan, et les dispositions pertinentes de la législation en valeurs mobilières s'appliquent. ».

- 3) Le paragraphe 2 de l'article 3.1 de cette instruction est modifié par le remplacement de la première phrase par la suivante :

« Le paragraphe 2 de l'article 3.1 de la norme prévoit que, nonobstant le paragraphe 1 de cet article, les dispositions du *Securities Act* de l'Alberta, du *Securities Act* de la Colombie-Britannique, de la Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario, de la Loi sur les valeurs mobilières du Québec, et du *The Securities Act, 1988* de la Saskatchewan, respectivement, visant la manipulation et la fraude s'appliquent dans chacun de ces territoires. ».

- 4) La partie 4 de cette instruction est modifiée :

a) par l'addition, à la fin de la deuxième phrase du paragraphe 7 de l'article 4.1, de « ou, en l'absence d'une telle agence, par un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par un fournisseur de services de réglementation. »;

par l'addition, à la fin du paragraphe 4.1, du nouveau paragraphe 8 suivant :

« 8) Pour satisfaire à son obligation d'exécution au meilleur prix lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés au Canada, le courtier devrait prendre en considération l'information provenant de tous les marchés (et pas seulement des marchés auxquels il participe). Il ne s'ensuit pas nécessairement que le courtier doive avoir accès aux listes de données transmises en temps réel par chaque marché, mais il devrait établir des politiques et des procédures raisonnables d'exécution au meilleur prix qui tiennent notamment compte de l'information relative aux ordres ou aux opérations exécutés sur tous les marchés pertinents dans les circonstances. Le courtier devrait examiner ces politiques et procédures régulièrement. En outre, il devrait prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres, s'il y a lieu. Il peut s'agir notamment de conclure une entente avec un autre courtier participant à un marché particulier ou d'acheminer un ordre vers un marché donné. ».

- 5) La partie 8 de cette instruction est modifiée :

a) par l'addition, dans l'article 8.1, après la première phrase, de « Les informations à enregistrer comprennent les indications exigées par le fournisseur de services de réglementation (comme l'indication qu'un ordre est exécuté pour le compte d'un actionnaire important). »;

b) par le remplacement, dans l'article 8.2, de « qu'il a demandées, dans le format et dans le délai exigés par lui » par « que ceux-ci exigent, dans un délai de dix jours ouvrables et conformément au format électronique que ce fournisseur ou l'autorité en valeurs mobilières détermine »;

c) par l'addition de l'article suivant :

« 8.3. La piste de vérification électronique

Conformément au paragraphe 6 de l'article 11.2 de la norme, le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doivent transmettre certaines informations à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation sous la forme électronique prévue par l'autorité ou le fournisseur. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et les organismes d'autoréglementation élaborent actuellement des normes de transmission électronique en consultation avec le secteur. ».

DÉCISION N° 2006-PDG-0230

**Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement des marchés*
Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation***

ATTENDU que la Commission des valeurs mobilières du Québec (la « Commission ») a adopté la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (la « NC 21-101 ») et la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (la « NC 23-101 ») à titre d'instruction générale le 28 août 2001, en vertu des décisions n° 2001-C-0409 et n° 2001-C-0411;

ATTENDU que la NC 21-101 et la NC 23-101 sont réputées constituer des règlements depuis le 27 juin 2003, en vertu de l'article 100 de la *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières* (L.Q. 2001, c. 38);

ATTENDU que le Règlement modifiant la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (le « Règlement modifiant la NC 21-101 ») et le Règlement modifiant la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (le « Règlement modifiant la « NC 23-101 ») ont été publiés au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers (le « Bulletin »), à titre de projet, le 18 juin 2004 principalement dans le but de modifier les parties 7, 8 et 9 de la NC 21-101 (transparence et intégration des marchés) et la partie 11 de la NC 23-101 (piste de vérification électronique);

ATTENDU qu'en vertu de la décision n° 2003-C-0410 du 16 décembre 2003, la Commission a dispensé le marché de certaines exigences prévues à la NC 21-101 et à la NC 23-101 jusqu'à l'entrée en vigueur du Règlement modifiant la NC 21-101 et du Règlement modifiant la NC 23-101 mentionnés au paragraphe précédent;

ATTENDU qu'un second Règlement modifiant la NC 21-101 et un second Règlement modifiant la NC 23-101 (conjointement, les « projets de Règlement modifiant les NC ») ont été publiés au Bulletin, à titre de projet, le 14 juillet 2006, principalement dans le but de modifier les parties 6, 7, 8, 11 et 12 et les annexes A, 2 et 5 de la NC 21-101 (système de négociation parallèle, transparence, titres à revenu fixe désignés, agence de traitement de l'information) et les parties 3, 7 et 11 de la NC 23-101 (manipulation et fraude, exécution au meilleur prix, multiplicité des marchés, piste de vérification);

ATTENDU que la version finale des projets de Règlement modifiant les NC entrera en vigueur en 2007, à une date indéterminée pour le moment, sous réserve de leur approbation par le ministre des Finances;

ATTENDU que certains articles des parties 7 et 8 de la NC 21-101 et de la partie 11 de la NC 23-101 qui cesseront de faire l'objet de la dispense précitée à compter du 1^{er} janvier 2007 sont modifiés par les projets de Règlement modifiant les NC;

ATTENDU que certaines dispositions des projets de Règlement modifiant les NC entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2007 dans plusieurs territoires canadiens;

ATTENDU que l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité ») désire dispenser le marché de certaines des exigences prévues à la NC 21-101 et à la NC 23-101 tant que les projets de Règlement modifiant les NC ne seront pas finalisés;

ATTENDU que l'Autorité peut, en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1 (la « Loi »), dispenser une personne ou un groupe de personnes de tout ou partie des obligations prévues par les titres deuxième à sixième de la Loi ou par règlement lorsqu'elle estime que cette dispense ne porte pas atteinte à la protection des épargnants;

ATTENDU qu'il convient d'abroger la décision n° 2003-C-0410 mentionnée précédemment pour la remplacer par la présente décision;

EN CONSÉQUENCE :

L'Autorité dispense, en vertu de l'article 263 de la Loi :

1. Le marché négociant des titres cotés et des titres cotés à l'étranger des articles 7.1, 7.2 et 7.4 de la NC 21-101, à la condition que le marché fournisse l'information sur les ordres et les opérations à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de service de réglementation;
2. Le système de négociation parallèle (le « SNP ») et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations qui négocient des titres d'emprunt non cotés des articles 8.1 et 8.2 de la NC 21-101 en ce qui concerne les titres d'emprunt publics, et ce, jusqu'au 1^{er} janvier 2012;
3. Le marché de la partie 9 de la NC 21-101. Dans le cas d'un SNP, les exigences suivantes s'appliquent :
 - a) le SNP doit avoir mis en place des règles écrites portant sur l'accès à la négociation;
 - b) il ne doit pas interdire indûment à un requérant l'accès à ses services ni lui imposer indûment des conditions ou autres limites pour lui permettre d'accéder à la négociation;
 - c) il doit tenir des registres auxquels sont versés :
 - i) le nom de l'adhérent et les motifs qui justifient cette adhésion;
 - ii) le refus ou l'ajout de restrictions à l'accès d'un adhérent et les motifs qui justifient ce refus ou l'ajout;
4. Le marché de la partie 10 de la NC 21-101 concernant l'information à fournir sur les frais de transactions, à la condition que le barème des frais de transactions soit accessible au public;
5. Le marché des sous-paragraphes 11.2 1) c) xii), xvi) et xviii) de la NC 21-101;
6. La Bourse et le système de cotation et de déclaration d'opérations de l'annexe 21-101A1, à la condition que ces derniers utilisent l'annexe 21-101A1, telle qu'elle est modifiée par le projet de Règlement modifiant la NC 21-101;
7. Le SNP des annexes 21-101A2, 21-101A3 et 21-101A4 de la NC 21-101, à la condition que ce dernier utilise les annexes 21-101A2, 21-101A3 et 21-101A4, telles qu'elles sont modifiées par le projet de Règlement modifiant la NC 21-101;
8. L'agence de traitement de l'information des annexes 21-101A5 et 21-101A6 de la NC 21-101, à la condition que cette dernière utilise les annexes 21-101A5 et 21-101A6, telles qu'elles sont modifiées par le projet de Règlement modifiant la NC 21-101;
9. L'intermédiaire entre courtiers sur obligations des articles 9.1 et 9.2 de la NC 23-101, à la condition qu'il se conforme au Principe directeur no 5 de l'ACCOVAM, Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien institutionnel des titres d'emprunt, modifié;
10. Le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations de l'exigence de conserver et de transmettre sous forme électronique l'enregistrement des renseignements prévus aux paragraphes 1) à 4) de l'article 11.2 de la NC 23-101, et ce, jusqu'à la première des deux dates suivantes : le 1^{er} janvier 2010, ou la date à laquelle le fournisseur de services de réglementation met en œuvre une règle, une politique ou un texte analogue auquel le courtier et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations sont tenus de se conformer, lequel exige la conservation et la transmission de l'enregistrement sous forme électronique et a été approuvé par l'autorité en valeurs mobilières compétente, aux conditions suivantes :

- a) de conserver et de transmettre à l'autorité en valeurs mobilières ou au fournisseur de services de réglementation l'information demandée par l'autorité en valeurs mobilières dans un délai de dix jours ouvrables;
- b) de conserver tous les enregistrements pendant au moins sept ans à compter de la création d'un enregistrement et, pendant les deux premières années de cette période, dans un endroit facilement accessible;
- c) d'enregistrer les renseignements précis suivants immédiatement après la réception ou la création d'un ordre portant sur des titres :
 - i) si l'ordre est pour le compte d'un initié;
 - ii) toute autre indication exigée par le fournisseur de services de réglementation.

La présente décision prend effet le 31 décembre 2006. Elle cessera d'avoir effet à la date de l'entrée en vigueur de la version finale des projets de Règlement modifiant les NC.

Fait le 14 décembre 2006.

Jean St-Gelais
Président-directeur général

[LVM : 263, NC21-101-7.1, 7.2, 7.4, 8.1, 8.2, annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5, 21-101A6, NC-23-101-9.1, 9.2, 11.2]

7.2.2. Publication

Aucune information.

7.2 RÉGLEMENTATION ET INSTRUCTIONS GÉNÉRALES

7.2.1 Consultation

Regulation to amend National Instrument 21-101 *Marketplace Operation* and National Instrument 23-101 *Trading Rules*

The *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") is publishing the following Regulations:

Regulation to amend National Instrument 21-101 Marketplace Operation.

Regulation to amend National Instrument 23-101 Trading Rules.

The Authority is also publishing in the Bulletin the amendments to Companion Policy 21-101, *Marketplace Operation* and to Companion Policy 23-101, *Trading Rules*.

Given that these texts will come into force in some jurisdictions, the Authority is seeking to exempt marketplaces, alternative trading systems, dealers and inter-dealer bond brokers from certain requirements of National Instrument 21-101 and National Instrument 23-101 until the draft amendments are finalized and come into force. Consequently, the Authority has issued decision 2006-PDG-0230 setting out exemptions from certain provisions of these texts. This decision will be in effect from December 31, 2006 to the date the amendments will become effective.

December 15, 2006

**Notice of Amendments to National Instrument 21-101, *Marketplace Operation* and
Companion Policy 21-101, *Marketplace Operation***

and to

**National Instrument 23-101, *Trading Rules* and
Companion Policy 23-101, *Trading Rules***

I. Introduction

The Canadian Securities Administrators (the CSA or we) have made amendments to the following instruments:

1. National Instrument 21-101, *Marketplace Operation* (NI 21-101), Forms 21-101F2 and 21-101F5 and
2. National Instrument 23-101, *Trading Rules* (NI 23-101).

We have also made amendments to the following policies:

1. Companion Policy 21-101, *Marketplace Operation* (21-101CP) and
2. Companion Policy 23-101, *Trading Rules* (23-101CP) (NI 21-101, Forms 21-101F2 and 21-101F5, NI 23-101, 21-101CP and 23-101CP are referred to as the ATS Rules).

(All the above amendments are referred to as the Amendments.)

The Amendments are expected to be made by each member of the CSA. In Ontario, the Amendments were delivered to the Minister of Government Services (Minister) for review on November 30, 2006. We requested an expedited review and decision by the Minister. If the Minister approves the Amendments by December 16, 2006, the Amendments will come into force in Ontario by December 31, 2006. If the Minister does not approve or reject the Amendments, or return them to the Commission for further consideration, they will come into force on February 13, 2007.

The Amendments are expected to be implemented by that date by the Alberta Securities Commission (ASC) and the Manitoba Securities Commission (MSC). As it may not be possible for the other jurisdictions to approve the Amendments by December 31, 2006, they may not become effective in all jurisdictions at the same time. For this reason, the Autorité des marchés financiers (AMF), the British Columbia Securities Commission (BCSC), the Nova Scotia Securities Commission (NSSC) and the Saskatchewan Financial Services Commission will issue blanket rulings to grant exemptive relief from certain sections of the ATS Rules to market participants between December 31, 2006 and the date the Amendments become effective in their respective jurisdictions. In New Brunswick, the ATS Rules are not currently in force, and they will be adopted, together with the Amendments, at a later date.

II. Summary of Written Comments Received by the CSA

The ASC, AMF, MSC and OSC published proposed amendments to the ATS Rules (Proposed Amendments) with a request for comment on July 14, 2006. The BCSC published the materials on August 11, 2006, the New Brunswick Securities Commission on September 25, 2006, and the NSSC on July 19, 2006.

During the comment period and shortly after its expiry, we received fifteen submissions. We have considered the comments received and thank all the commenters for their submissions. A list of those

who submitted comments, as well as a summary of comments and our responses to them, are attached as Appendix A to this Notice.

After considering the comments, we have decided to withdraw some of the Proposed Amendments and to make a change to existing provisions of the ATS Rules. The final Amendments are outlined in the next section.

III. Substance and Purpose of the Amendments

(a) Transparency for Government Debt Securities

Background and substance of proposed amendments

Currently, the ATS Rules require marketplaces and inter-dealer bond brokers (IDBs) to provide order and trade information on government debt securities to an information processor in real time.⁸ However, an exemption from this requirement has been given to the IDBs and Alternative trading systems (ATSs) executing trades of government debt securities until December 31, 2006.⁹

Due to the expected expiry of this exemption, the CSA felt that it was important to review alternatives for transparency of government fixed income securities. As a result, in the Proposed Amendments, we had proposed an incremental approach for transparency for government fixed income securities instead of allowing the exemption to expire. They included a requirement that IDBs and ATSs provide to an information processor or, in the absence of an information processor, to an information vendor that meets standards set by the Investment Dealers Association of Canada (IDA), order and trade information for certain government fixed income securities.¹⁰ Specifically, the reporting would have been as follows:

- by marketplaces and IDBs only (and not by dealers);
- only for designated benchmark government debt securities;
- the volumes displayed by the information processor would have been capped.

In the notice published with the Proposed Amendments, we included our analysis supporting the proposed transparency approach and reviewed other options for dealing with transparency, including:

- mandating transparency for all government fixed income securities;
- giving a permanent exemption from transparency for government fixed income securities; and
- extending the current exemption from transparency requirements for government debt until December 31, 2011.

We also asked a number of questions to help us evaluate issues related to the government fixed income market.

Summary of responses

We received fifteen responses to the Proposed Amendments and our request for comments. A majority of respondents did not support mandatory transparency requirements at this time for a number of reasons, including their views that:

⁸ NI 21-101, subsections 8.1(1), 8.1(2), 8.1(3), 8.1(4) and 8.1(5) and subsection 10.1(2) of 21-101CP.

⁹ Section 8.5 of NI 21-101.

¹⁰ These proposed amendments were made to subsections 8.1(1), 8.1(3), 8.1(4) and 8.1(5) of NI 21-101 and to subsections 10.1(1) and 10.1(2) of 21-101CP.

- there has been sufficient progress through industry initiatives towards greater price transparency and there is already adequate transparency in the government fixed income markets;
- enhanced transparency may negatively impact the level of liquidity;
- there is no evidence of market failure in the institutional market and no identified systemic transparency problems in the institutional market; and
- it was not clear how the proposal would address the information and transparency needs of the retail fixed income market.

Some commenters supported an extension of the existing exemption from transparency for government debt securities for an additional five-year period, and two did not support any regulatory intervention at all.

Two respondents supported the proposed transparency requirements. They acknowledged the progress that has been made regarding transparency in the institutional market, but thought that there has been insufficient progress in the retail market. They also noted that there remains a general lack of post-trade transparency in the Canadian fixed income market.

CSA response

We agree that the level of transparency in the government fixed income market has increased, and it is our expectation that this trend will continue. However, it is unclear whether the market has achieved an optimal level of transparency at this time or will achieve this level absent some mandatory transparency. As a result, we will continue to monitor the fixed income market and will continue to consult with industry participants and other regulators and stakeholders to determine whether regulation and guidance will be needed in the future. For these reasons, we have extended the exemption from the mandatory transparency requirements set out in NI 21-101 until December 31, 2011. The current transparency requirements for government fixed income securities included in NI 21-101 and the guidance in 21-101CP will not change at this time.

(b) Transparency for Corporate Debt Securities

Background

In the notice published with the Proposed Amendments, we took the opportunity to ask a number of questions regarding issues related to transparency of corporate fixed income securities, including certain processes already in place. Specifically, we asked:

- whether pre-trade transparency for corporate fixed income securities is required and, if so, to which market participants it should apply;
- whether the time for reporting corporate fixed income trades to the information processor should be reduced; and
- whether the process for designated benchmark corporate fixed income securities has been effective.

Appropriateness of pre-trade transparency for corporate fixed income securities

The majority of respondents noted they did not support pre-trade transparency in general, citing reasons including that:

- pre-trade information is a feature of auction-based equity markets that is not relevant in the fixed income markets;
- pre-trade information would include bids and offers made outside the context of the market, which could provide a misleading value for securities; and
- pre-trade transparency on the liquidity may have a negative impact on the liquidity of the market.

CSA response

Upon consideration of these comments, we did not include additional requirements for pre-trade transparency for the fixed income securities in NI 21-101. In addition, we believe that the information processor should have some flexibility, subject to regulatory oversight, regarding the information that should be reported and displayed, and whether this information would include pre-trade data for corporate fixed income securities.

Time for reporting trade information for corporate debt securities

Most respondents felt that the current reporting timelines were adequate and did not think they should be reduced at this time.

CSA response

We agree that there has been no evidence that more aggressive reporting timelines are needed, and will not make any further changes to the requirements applicable to corporate fixed income securities included in NI 21-101. In addition, we believe that the information processor should continue to have the flexibility to determine the appropriate reporting timelines.

Adequacy of process for designating benchmark corporate fixed income securities

Four commenters submitted that this process has been effective, while two identified weaknesses, such as the infrequency of the selection process, and the fact that the list of benchmark corporate bonds may not be representative of the market or trading activity.

CSA response

We agree that the process for designating benchmark corporate debt securities has been generally adequate, and resulted in a substantial increase in the number of corporate fixed income securities reported to the information processor over time. We will closely monitor this process and have added a new requirement in NI 21-101 that the information processor must report the process and criteria for selection of fixed income securities to the securities regulators. In addition, we will evaluate applicants for the information processor role on a number of criteria, including the frequency and adequacy of their selection process for designated corporate bonds. For additional information, please see section (e) below.

(c) Electronic Audit Trail Requirements

Background and substance of proposed amendments

The notice published with the Proposed Amendments provided an update on the status of the Transaction Reporting and Electronic Audit Trail System (TREATS) project and timelines associated with various related tasks. As a result of these timelines, we proposed amendments to the date for implementation of the electronic audit trail requirements currently set out in NI 23-101 to:

- extend the deadline for implementation of the electronic audit trail requirements from January 1, 2007 to January 1, 2010;¹¹ and
- provide an exemption to dealers and IDBs complying with similar electronic audit trail requirements established by a regulation services provider and approved by the applicable securities regulatory authorities, in order to provide flexibility for implementation.¹²

¹¹ This proposed amendment was made to subsection 11.2(6) of NI 23-101.

¹² Proposed subsection 11.1(2) of NI 23-101.

Summary of comments

Although the Proposed Amendments to this section relate to extension of timeframes and a clarification regarding the compliance obligations of dealers and IDBs, a few responses to our request for comment included queries about the TREATS project. Specifically, the commenters requested clarification on the architecture of the system and the implementation plan for a TREATS solution. There were also suggestions on the timing and process for conducting a cost-benefit analysis and the information that should be available to dealers through TREATS.

CSA response

As described in CSA Staff Notice 23-305 *Status of the Transaction Reporting and Electronic Audit Trail System (TREATS)*¹³, we are currently examining the models that exist in other jurisdictions, and reviewing which aspects create the most benefits. We will complete the data modeling for the remaining securities under the project's scope. These actions will assist in deciding the appropriate structure for TREATS, including whether any solution should be dealer/marketplace-centric versus regulator-centric. The structure selected will impact the amount of information that will be available to dealers for their own compliance purposes.

A plan for implementation will be devised once all the data modeling is complete and any issues relating to the appropriate architecture for a TREATS facility have been resolved. A phased-in implementation is expected for each security class currently under the project's scope, commencing with equities.

We expect that this additional work, which will conclude with a cost benefit analysis, will be completed by December 2007.

(d) Clarification of Best Execution and Other Obligations in a Multiple Marketplace Environment

Substance of the Proposed Amendments

The Proposed Amendments to 23-101 CP clarified the CSA's existing expectation of the application of the current best execution requirements in section 4.2 of NI 23-101, and stated that dealers would take into account all relevant information when assessing best execution in a multiple marketplace environment (and would not just consider information from marketplaces where a dealer is a participant).

¹³ Published on October 20, 2006 in English in the Ontario Securities Commission Bulletin at (2006) 29 OSCB 8222 and in French in Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3 no. 42, 20 octobre 2006.

Summary of comments

We received a number of comments in response to this clarification. Some commenters did not believe that dealers should consider information from all marketplaces trading the same securities and indicated that best execution requirements would be more feasible with a market integrator or data consolidator. However, others believed that all marketplaces should be considered (otherwise a dealer could ignore better executions by simply choosing not to access a marketplace). One commenter noted that post-trade information regarding securities traded, size and price may also present relevant information that should be considered by dealers.

Some commenters cautioned that “best execution” should not be interpreted too narrowly, for example, by equating it with best price.

CSA response

Currently, subsection 4.2(1) of NI 23-101 requires that a dealer acting as agent for a client shall make reasonable efforts to ensure that the client receives the best execution price on a purchase or sale of securities. For cross-border inter-listed securities, there is existing guidance in 23-101CP that provides that a dealer, in making reasonable efforts, should also consider whether it would be appropriate in the particular circumstances to look at markets outside of Canada. The Proposed Amendments were intended to clarify best execution obligations in a multiple marketplace environment in Canada. It should be noted that “marketplace” (defined under NI 21-101) refers to a marketplace within Canada. Due to questions raised about the clarification and in response to comments received, we have made a number of further changes.

The Proposed Amendments provided that we expected dealers to take into account all relevant information from all marketplaces trading the same securities and not view their obligation as limited to marketplaces where they are participants. It was not our intention to set the expectation that a dealer must have access to real-time data feeds, but that it should have reasonable policies and procedures regarding best execution that include taking into consideration relevant information from all appropriate marketplaces in the particular circumstances, and monitoring these policies and procedures. We do not believe that a dealer could limit its best execution obligations by choosing to ignore certain marketplaces. Best execution is an assessment that is to be made by a dealer based on the particular circumstances in accordance with its policies and procedures.

We do not agree that a market integrator or data consolidator is necessary in order to comply. In determining that mandated market integration was not required, the CSA relied on the views of an industry committee that stated that best execution responsibilities and the availability of pre- and post-trade information would be sufficient. We do agree, however, that the existence of an information processor displaying consolidated data would be helpful for best execution purposes. We are in the process of reviewing information processor applications. For additional information, please see section (e) below.

We agree with the suggestion from one of the commenters that relevant information should include post-trade as well as pre-trade (order) information and reflected this in the amendment to 23-101CP.

We also agree with the comments received that price is only one element that dealers should consider when assessing best execution. Our review of trade-through and best execution generally is ongoing, and upon completion of this review, we will propose changes to current requirements to further clarify the best execution obligation.

(e) Requirements for and Status of Information Processors for Debt and Equity*Background*

In the notice published with the Proposed Amendments, we noted the fact that no information processor for equity securities existed. We also noted our view that the availability of an information processor, which would consolidate pre-trade and post-trade information for the equity markets, would ensure that a central source of consolidated data that meets the standards approved by regulators exists.

In the fixed income market, there is an information processor in place for the corporate fixed income securities, CanPX Inc. (CanPX). In the notice, we reminded the public that CanPX's approval expires on December 31, 2006.

In order to seek interest from participants for being the information processor for equity and/or fixed income securities, we published, at the same time with the Proposed Amendments, CSA Notice 21-304 Request for Filing of Form 21-101F5 *Initial Operation Report for Information Processor by Interested Information Processors* to inform the public of the approval status of CanPX and of the opportunity for other entities to apply to be an information processor for equity and/or fixed income securities. We received a number of applications and are currently reviewing them and evaluating all applicants against a number of objective standards. We expect to make a decision by April 30, 2007 regarding whether any entity has been accepted as an information processor and thank all applicants for their interest.

In order to ensure a smooth transition to a new information processor if a new entity is selected for the role, and in order to respond to a request by CanPX, we have also decided to extend CanPX's approval until December 31, 2007.¹⁴

Summary of comments

Two commenters suggested that an information processor that consolidated equity data should be introduced based on market forces, and that the use of an information processor should not be mandated.

CSA response

We believe that, at this time, the availability of an information processor is a helpful tool for addressing best execution and market integrity issues based on consistent, reliable data. If market circumstances change in the future, we will reconsider the issue.

(f) Changes Made to the Amendments

In response to comments received, we made a number of changes to the Proposed Amendments, set out below.

- We did not proceed with proposed amendments to subsections 8.1(1), 8.1(3), 8.1(4) and 8.1(5) of NI 21-101.
- We did not proceed with proposed section 8.5 of NI 21-101 and substituted the following:

8.5 Reporting Requirements for the Information Processor – (1) The information processor shall report, within 30 days after the end of each calendar quarter, the process and criteria for selection of government debt securities, as applicable, and designated corporate debt securities and the list of government debt securities, as applicable, and designated corporate debt securities.

¹⁴ CSA Staff Notice 21-305 Extension of Approval of Information Processor for Corporate Fixed Income Securities published on October 27, 2007 in English in the Ontario Securities Commission Bulletin (2006) 29 OSCB 8364 and in French in Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3 no. 43, 27 octobre 2006.

(2) The information processor shall report, within 30 days after the end of each calendar year, the process to communicate the designated securities to the marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers providing the information as required by the Instrument, including where the list of designated securities can be found.

- We added the following section to NI 21-101:

8.6 Exemption for Government Debt Securities – Section 8.1 does not apply until January 1, 2012.

- We did not proceed with proposed amendments to subsection 10.1(1) of 21-101CP and substituted the following:

10.1(1) The requirement to provide transparency of information regarding orders and trades of government debt securities in section 8.1 of the Instrument does not apply until January 1, 2012. The Canadian securities regulatory authorities will continue to review the transparency requirements, in order to determine if the transparency requirements summarized in subsections (2) and (3) below should be amended.

- We did not proceed with proposed amendments to subsection 10.1(2) of 21-101CP.
- We replaced proposed subsection 4.1(8) of 23-101CP with the following:

4.1(8) In order to meet best execution obligations where securities trade on multiple marketplaces in Canada, a dealer should consider information from all marketplaces (not just marketplaces where the dealer is a participant). This does not necessarily mean that a dealer must have access to real-time data feeds from each marketplace but that it should establish reasonable policies and procedures for best execution that include taking into account order and/or trade information from all appropriate marketplaces in the particular circumstances. The policies and procedures should be monitored on a regular basis. A dealer should also take steps, where appropriate, to access orders which may include making arrangements with another dealer who is a participant of a particular marketplace or routing an order to a particular marketplace.

In addition, we made a number of non-material changes to the Proposed Amendments to correct minor errors or omissions. These changes are set out below.

- We renumbered proposed section 7.6 of NI 21-101 as 7.5.
- We renumbered proposed section 7.7 of NI 21-101 as 7.6.
- In proposed section 6 of Form 21-101F5, we added “*Exhibit T*” after “6. - Selection of securities reported to the information processor”.
- We renumbered proposed subsection 10.1(6) of 21-101CP and 10.1(5).
- In NI 23-101, we did not proceed with the proposed amendments to subsection 11.2(5) and substituted the following:

(5) Transmittal of Order Information – A dealer and inter-dealer bond broker shall record and shall transmit within 10 business days to a securities regulatory authority or a regulation services provider the information required by the securities regulatory authority or the regulation services provider, in electronic form, as required by the securities regulatory authority or the regulation services provider.

- In proposed section 8.3 of 23-101CP, we added “Electronic Audit Trail” before the proposed section that starts with “Subsection 11.2(6) of the Instrument requires dealers and inter-dealer bond brokers to transmit certain information to a securities regulatory authority or a regulation services provider ...”

IV. Questions

Questions may be referred to any of:

Shaun Fluker
Alberta Securities Commission
(403) 297-3308

Serge Boisvert
Autorité des marchés financiers
(514) 395-0558 X 4358

Shamira Hussein
British Columbia Securities Commission
(604) 899-6815

Randee Pavalow
Ontario Securities Commission
(416) 593-8257

Cindy Petlock
Ontario Securities Commission
(416) 593-2351

Ruxandra Smith
Ontario Securities Commission
(416) 593-2317

Doug Brown
Manitoba Securities Commission
(204) 945-0605

APPENDIX A

SUMMARY OF COMMENTS WITH CSA RESPONSES AND LIST OF RESPONDENTS

Summary of Responses to Questions and CSA Responses**Question 1: Should there be a mandatory requirement to report and disseminate information related to designated government debt securities? What are the benefits and disadvantages of this and the alternative approaches?**

The vast majority of commenters did not support a mandatory requirement to report and disseminate information related to designated government debt securities at this time. There were a number of reasons given, including views that: (1) there is already adequate transparency in the government fixed income marketplace; (2) there has been sufficient progress made towards greater price transparency through industry initiatives; (3) enhanced transparency may adversely affect the level of liquidity in the government securities market; (4) there is no evidence of a market failure in the fixed income market and no identified systemic transparency problems in the institutional market; (5) a regulator-mandated regime will create less innovation and specialization, lost information due to the consolidation process, and the de facto establishment of “price priority” in the bond market; (6) while the impetus for enhanced transparency is driven by issues regarding pricing in the retail fixed income market, the institutional and retail fixed income markets are different, and problems in the retail market should not be addressed at the expense of the institutional market; (7) while the focus of the proposed amendments is on transparency for benchmark government fixed income securities, most retail investor trading is not on benchmark government debt securities; and (8) there is a lack of evidence that the proposed amendments will achieve the desired results and more research must be done before transparency requirements are put in place.

Two respondents generally supported the transparency requirements proposed in NI 21-101. Their views were that: (1) while progress has been made in expanding access by large institutions to quoted government securities markets, there remains a general lack of post-trade transparency in the Canadian fixed income market; (2) there has been insufficient progress in delivering transparency to retail customer channels; (3) while the goals of IDA Policy 5 are to place an obligation of fair dealing on market providers, it is left to the provider, not the customer or regulator to make the determination of value to the investor, and customers have limited ability to judge the fair value, as they are typically faced with an offer from a single dealer; and (4) without a credible external benchmark price against which to measure executions, there is little basis for ascertaining the quality of the execution achieved. One of these commenters recommended that only comprehensive post-trade transparency should be mandated, and that a continued exemption should be granted for smaller dealers or marketplaces which do not capture 0.5% market share, to achieve the right cost/benefit balance for the new regulation. The other believed that there should be a mandatory requirement to report and disseminate information related to designated government debt securities on a pre-trade basis within the context of relevance to retail market participants. For example, regulators would receive information on an order and post-trade basis, but retail market participants would be provided with pre-trade transparency. This commenter believed that the provision of orders and post trade information to regulators is a positive step for regulation and the overall market. The information processor, in consultation with the industry and regulators, would determine the relevant securities and required information for the retail market participants.

One commenter sought clarification as to whether the amended requirements for the provision by inter-dealer bond brokers of accurate and timely information regarding orders for designated government debt securities to an information processor covers the non-electronic phone execution or other “work-up” methods.

Six commenters recommended that the CSA extend the current exemption for government debt until December 31, 2011 instead of adopting the proposed amendments. Two commenters did not support any regulation and noted that the preferred option would be for the regulators to establish the principle of increased transparency while leaving the design of transparency systems to the market. A few respondents suggested that the CSA defer any transparency decision until the impact of the recently adopted IDA Policy 5B, *Retail Debt Market Trading and Supervision* is known or until further research and consultation to identify the transparency and educational needs of the retail income market is completed.

Response:

We agree that there has been industry-driven progress towards greater transparency in the government fixed income market. This was reinforced by the comments received. However, it is unclear whether the markets, both retail and institutional, have reached an optimal level of transparency or will achieve this level without some mandatory transparency. As a result, we will extend the exemption from transparency requirements for government debt securities for an additional period of five years ending on December 31, 2011. During this additional exemption period, we will consult with industry and other regulators and stakeholders and will continue to monitor market developments to determine whether the level of transparency at the end of the exemption period has reached a level that is acceptable to regulators and what, if any, regulation or guidance is needed in this regard.

Question 2: Should dealers be subject to order and/or trade transparency requirements for government fixed income securities? If so, should they be required to report order information, trade data or both?

While most commenters were not in favour of enhanced transparency and did not believe that dealers should be subject to transparency requirements for government fixed income securities, some provided their views on this question. For example, one commenter noted that the value of monitoring pre-trade information is minimal, while another thought that disseminating pre-trade indications of interest between dealers and large investors may tip other market participants as to their intentions and enable them to use this information to the detriment of those dealers and their customers. One respondent, however, believed that legislated transparency that requires a request-for-quote ATS to report executed trades but excludes request for quote telephonic trade reporting will create an unfair environment.

Three commenters believed that all market participants, including dealers, marketplaces and IDBs be subject to the same trade reporting requirements, and one supported a requirement for dealers to report order and trade data for government securities, but not indications of interest since, in a dealer market, they do not represent orders. One commenter, without supporting a regulator-mandated solution, thought that dealers should be part of any solution and should be required to increase transparency of the dealer-to-customer market (institutional and retail).

In the absence of client order exposure requirements and off-marketplace trading restrictions, one commenter asserted that requiring a marketplace to disclose its subscribers' order information to non-subscribers creates a free-rider problem that is manifestly unfair and prejudicial to marketplace development.

Response:

As a result of the extension of the exemption from transparency requirements for government fixed income securities, we will not change the current requirements that only marketplaces and IDBs report pre-order and trade information for government fixed income securities. During the additional exemption period, we will continue to analyze and consult with the industry to determine what, if any, requirements should be applicable to dealers.

Question 3: What type of pre-trade information should be disseminated? Should it include indications of interest?

Although commenters who responded to this question were not in favour of disseminating pre-trade information, some offered their views. The majority thought that indications of interest should not be included in pre-trade information. Reasons given were as follows: (1) pre-trade activity is rare in the fixed income market and the nature of the fixed income market does not lend itself to most pre-trade reporting; (2) indications of interest provide little useful information and should not be included in pre-trade information; (3) disseminating pre-trade indications of interest between dealers and large investors may tip other market participants and deter dealers from providing competitive bids inside quoted prices; and (4) indications of interest should not be included until the industry agrees on what they are and until it is established that the inclusion of indications of interest information does not prejudice any execution venue type.

One commenter, while noting that compelling dealers to disclose information about a trade to the market could damage the market by increasing the risks associated with trading, thought that any information should be released, including indications of interest.

Response:

As a result of the extension of the exemption from transparency requirements for government fixed income securities, we will not change the current requirements of NI 21-101 at this time and will maintain the current definition of an order (i.e. a firm indication by a person or company, acting as either principal or agent, of a willingness to buy or sell a security).

Question 4: Are the reporting timelines appropriate – i.e. order information in real time and trade information within one hour of this time of the trade?

Most commenters believed that the reporting timelines are appropriate. One commenter did not support a regulatory requirement to disseminate order information in real time, or a requirement to report trade information within one hour of the trade, and believed that market forces should be permitted to determine and develop the optimal level of order and trade transparency and the reporting timeframes. Another was concerned that dissemination of trade information in real time may hinder a dealer's ability to lay off risk when taking on a position.

One respondent indicated that if trade reporting is mandatory for government fixed income securities, the CSA should maintain the current one hour delay. Another commenter indicated a preference for a requirement for immediate disclosure of trade information, but acknowledged that this short reporting time may be challenging to achieve. This commenter believes that, with respect to corporate bonds, reporting of trades within one hour would allow an acceptable level of compliance to be achieved and would provide a starting point for reductions in the time lag in the future.

Finally, another respondent noted that, with the roll-out of straight-through processing technology, timelines for reporting will become unnecessary.

Response:

As a result of the extension of the exemption from transparency requirements for government fixed income securities, we will not make changes to the provisions currently included in NI 21-101 and will maintain the provisions in the current form, requiring that marketplaces and inter-dealer bond brokers report order and trade information for government fixed securities in real time.

Question 5: Are the volume caps applicable to government fixed income securities set out in the Companion Policy to NI 21-101 adequate? Should there be further tiering for the different types of government bond securities?

Three commenters stated that all volume caps set out in the proposed amendments to 21-101CP were adequate. However, one of these respondents thought that the information could be specific to the

particular market segment, for example, IDB information should be for dealers, while dealer-to-customer information should be for investors. Another submitted that the Government of Canada volume cap of \$10 million was adequate, but suggested that the volume cap for other government securities be raised from \$2 million to \$5 million to better reflect a standard trade size for that sector.

One commenter believed that the proposed volume caps may not be appropriate when applied to government debt securities, for example, a \$2 million cap could be appropriate for an Ontario bond, while the same cap for a PEI or municipal bond may represent in excess of ten percent of the entire issue. Another suggested that it may be misleading to disclose prices with volume caps since pricing on large fixed income trades are not generally relevant to smaller investors who cannot expect similar pricing on smaller orders and that optimal transparency may be achieved by excluding the reporting of all fixed income trades above certain volume levels.

One commenter believed that the proposed cap on designated government debt securities issued or guaranteed by the government of Canada should be significantly lower than \$10 million total par value, and that a more appropriate cap is \$100,000 for designated government debt securities to ensure that the retail market participants have visibility of the relevant order flow as an input in making their investing decisions. Another believed that the \$2 million proposed cap for government debt securities other than those issued by the government of Canada was too high and a further tiering was desirable.

Three commenters did not believe that further tiering would add clarity for the average investor. One proposed that, should certain trade transparency in government bonds be mandated, all government bond trades up to \$200,000 should be disclosed through IDBs.

Response:

As a result of the extension of exemption from transparency requirements for government fixed income securities, we will not change the current transparency requirements for government fixed income securities included in NI 21-101, which do not include volume caps.

Question 6: Should we require pre-trade transparency for corporate fixed income securities? If so, should the requirements be applicable to marketplaces only or should they also apply to dealers?

Many commenters did not support pre-trade transparency requirements for the fixed income securities in general, and their responses did not distinguish between government bond and corporate bond securities. One commenter cited that pre-trade, or order, information is a feature of auction-based equity markets that is not relevant in fixed income markets. The concern raised was that pre-trade reporting would include bids and offers which are not made in the context of prevailing market conditions and could provide a misleading value for a security. Other commenters noted the potential adverse effect of pre-trade transparency on the liquidity of the market and the adverse effect on confidentiality.

One commenter believed that a voluntary multi-dealer source of non-attributed best bid/ask price on corporate fixed income securities would be the best balanced solution to the needs of the market participants. Market participants would then be able to use this information to interact with the appropriate source of liquidity and negotiate a reasonable price for the proposed transaction.

Response:

Based on comments received, we will not make additional changes to require pre-trade transparency for corporate fixed income securities. As currently noted in 21-101CP, we will continue to allow the information processor the flexibility to make the determination of whether to require pre-trade information for corporate fixed income securities.

Question 7: Should the time for reporting the trades be reduced (for example, should all trades be reported and disseminated in real time?)

A majority of commenters were of the view that the time for reporting trades should not be reduced. Some commenters were concerned that the dissemination of trade information in real time would significantly increase costs without a material increase in transparency, while others felt that real-time displays of trades would have a detrimental effect on a dealer's willingness to provide liquidity. One commenter felt that real time reporting is not currently possible from an operational standpoint as firms are currently still working to ensure compliance with the one hour reporting requirement.

One commenter did not believe that immediate reporting of trade information would pose a significant operational burden once disclosure is mandated but noted that, if the CSA retains the one-hour time delay, other data elements, for example, trade time, should be included in the reported trade information in addition to the price and quantity.

Response:

Based on the comments received, we will maintain the reporting timelines of the existing information processor for corporate fixed income securities. We expect that the information processor will continue to review the adequacy of the reporting timelines and determine whether changes are necessary.

Question 8: Has the process for designating benchmark corporate fixed income securities been effective? Please explain your response.

Four commenters submitted that the current methodology for designating benchmark corporate fixed income securities has been effective. They noted that: (1) benchmark data is a good general indicator of the overall market; and (2) CanPX's process provides greater flexibility than setting requirements by regulation. One commenter, however, noted that the selection could be done more frequently, for example, on a monthly basis. Another identified a number of weaknesses in the current process, for example: (1) the list of bonds available to CanPX subscribers does not change in response to trade activity flowing from the supplying dealers or IDBs but is only updated on a quarterly basis; (2) CanPX does not include representation from all areas of the Canadian capital markets which have an interest in fixed income.

One commenter, while not aware of any issues with the current process, did not believe that corporate bond prices disseminated on CanPX are as widely used by market participants as other more relevant sources of bond prices.

Response:

We agree that an information processor provides greater flexibility than regulation. We also note that, over the years, the number of designated corporate fixed income securities reported to and by CanPX has almost tripled, which indicates that the process for designating corporate fixed income securities has generally been adequate. We will continue to monitor its effectiveness and have added a new requirement to NI 21-101 that the information processor report the process and criteria for selection of fixed income securities to the regulators. Applicants for information processor will be evaluated on a number of criteria, including the adequacy of their bond selection process.

Question 9: Has there been sufficient progress, both regulatory and industry-driven, regarding fixed income transparency to date? For retail investors? For large and small institutional investors?

A majority of commenters believe that there has been sufficient progress to date regarding fixed income transparency. However, two commenters noted that further progress may be required with respect to fixed income transparency for retail investors and that further research, analysis and a review must be conducted before the most appropriate means of achieving effective transparency for retail investors can be determined.

Two commenters noted that, while progress has been made in expanding access by large institutions to quoted government securities markets, there is a general lack of post-trade transparency in the Canadian fixed income market. One of them believed that there has been insufficient progress in delivering transparency to retail customer channels and that single provider markets dominate the retail landscape. This commenter noted that the 2002 IDA/CSA Market Survey on Regulation of Fixed Income Markets, while often cited to support continuation of the status quo with regard to transparency in the institutional market and ongoing need for transparency in the retail fixed income market, does no longer reflect current and evolving market conditions. Another respondent thought that retail investors need to be able to gain access to relevant pre-trade transparency and other information including disclosure of mark-up and commission structures for sell-side participants.

Response:

We agree that the level of transparency in the fixed income market has generally increased in the past few years. We also agree with some of the commenters that a further understanding of the information needs of the retail fixed income market participants is needed. In this regard, we acknowledge and support the initiatives led by the IDA, for example, its survey of Canadian debt market participants. We will continue to review developments in the fixed income market, both on a domestic and international level, and will consult with the industry and work with other regulators to determine whether additional regulatory guidance or requirements are needed.

Other Comments and CSA responses

Clarification of Best Execution and Other Obligations in a Multiple Marketplace Environment

Several commenters questioned the proposed clarification that dealers must take into account order information from all marketplaces where a particular security is traded (not just those where a dealer is a participant) and take steps to access orders as appropriate. Some indicated that these best execution requirements would be more feasible with a market integrator and data consolidator. One commenter suggested that a marketplace should have a certain level of order flow before a dealer is required to access that market in order to avoid costs to dealers of accessing marketplaces with no demonstrated liquidity. Another believed that a more efficient and cost-effective method would be to require new marketplaces to connect with each other and the primary marketplace rather than to impose connectivity upon the dealers.

Several commenters suggested that best execution varies from market to market and as applied to retail client orders this term may not have the same meaning or treatment as for institutional client orders. These commenters cautioned the CSA not to interpret “best execution” too narrowly, for example, by equating it with best price, and one suggested the term “best execution” be reviewed in the context of the bond market. One respondent noted that a narrow definition of best execution reduces competition between execution venues because it compels trading activity based on the single criteria of price.

Other concerns noted were: (1) it may be more appropriate to address amendments such as this in the larger context of best execution regulation as opposed to trade transparency; and (2) the industry committee that was struck to look at these issues when the ATS Rules were first put into place, in its 2003 report, did not contemplate or recommend a regulatory requirement to have dealers access all marketplaces, or all orders on marketplaces where they did not have access or were not members. It was suggested that the CSA consider striking another industry committee to re-examine best execution, including execution and access costs, and trade-through obligations.

Two commenters supported the CSA’s position that all marketplaces must be considered, as a dealer would otherwise be able to ignore better executions by choosing not to access different marketplaces. One of these commenters believed that, in practice, a dealer will need to have access to all marketplaces, either directly or indirectly, to properly provide best execution to their clients and suggested how this can be accomplished. The other thought that the lack of full visibility by a dealer into the order book of a marketplace should not alleviate its duty to consider that marketplace when fulfilling its duty of best

execution for its clients. The same commenter added that post-trade information regarding securities traded, size and price may also include relevant information that should be considered by a dealer in order to ensure the best possible execution, and suggested amending the proposed amendment to the Companion Policy to NI 23-101 to include post-trade as well as pre-trade (order) information on all marketplaces.

Response:

Currently, subsection 4.2(1) of NI 23-101 requires that a dealer acting as agent for a client shall make reasonable efforts to ensure that the client receives the best execution price on a purchase or sale of securities. For cross-border inter-listed securities, there is existing guidance in 23-101CP that provides that a dealer, in making reasonable efforts, should also consider whether it would be appropriate in the particular circumstances to look at markets outside of Canada. The Proposed Amendments were intended to clarify best execution obligations in a multiple marketplace environment in Canada. It should be noted that "marketplace" (defined under NI 21-101) refers to a marketplace within Canada. Due to questions raised about the clarification and in response to comments received, we have made a number of further changes.

The Proposed Amendments clarified our expectation that dealers should take into account all relevant information from all marketplaces trading the same securities and should not view their obligation as limited to marketplaces where they are participants. It was not our intention to set the expectation that a dealer must have access to real-time data feeds, but that it should have reasonable policies and procedures regarding best execution that include taking into consideration relevant information from all appropriate marketplaces, and monitoring these policies and procedures. We do not believe that a dealer could limit its best execution obligation by choosing to ignore certain marketplaces. Best execution is an assessment that is to be made by a dealer based on the particular circumstances, in accordance with its policies and procedures.

We do not agree that a market integrator or data consolidator is necessary in order to comply. In determining that mandated market integration was not required, the CSA relied on the views of an industry committee that stated that best execution responsibilities and the availability of pre- and post-trade information would be sufficient. We do agree, however, that the existence of an information processor displaying consolidated data would be helpful for best execution purposes. We are in the process of reviewing information processor applications.

We agree with the suggestion from one of the commenters that relevant information should include post-trade as well as pre-trade (order) information, and have reflected this in the amendment.

We also agree with the comments that price is only one element that dealers should consider when assessing best execution. Our review of trade-through and best execution is ongoing, and, upon completion of this review, we will propose changes to current requirements to further clarify the best execution obligation.

Electronic Audit Trail Requirements

One commenter noted that the electronic audit trail discussion in the notice of proposed amendments relates to a dealer/marketplace model and does not reflect the most recent thinking on how to implement TREATS. This commenter referred to comments it had previously provided on an alternate regulator-centric model for implementation over a dealer/marketplace centric model and noted it strongly endorses the proposed regulator-centric model. The commenter also believed that the timing for the cost-benefit analysis is premature and suggested that the cost benefit analysis be conducted only after requirements for all security classes have been finalized. The same respondent also sought clarification regarding the specific expectations regarding the revised exemption date of January 1, 2010, specifically, whether implementation will be completed for all security classes or it would be a phased-in implementation.

It was also suggested that Canadian regulators are seeking to achieve regulatory oversight objectives almost exclusively through technology solutions, and encouraged the regulators to invest in human resources to enhance their oversight capabilities.

One commenter highlighted the importance of dealers not only capturing order details at time of receipt, but also being able to compare market information at receipt of an order against standard industry benchmarks following completion of the order to allow dealers to know if they are meeting their fiduciary responsibility to achieve best execution. The commenter noted that it is important that institutional orders be captured electronically at origination.

One commenter urged the CSA to consider working through electronic audit trail requirements in the equity market first in a multiple marketplace environment before applying these requirements to the fixed income market, as the fixed income market has been successful with respect to reporting and record-keeping and that there is no urgency for regulatory intervention in this market.

Response:

We are currently considering the appropriate structure for TREATS, including whether any solution should be dealer/marketplace-centric versus regulator-centric. The structure will also have an impact on the amount of information that might be available to dealers for their own compliance purposes. At this time, dealer and marketplace data requirements for equities have been completed. The data requirements for the remaining securities classes under scope will be finished prior to the completion of the Cost-Benefit Analysis, expected by December 2007.

A plan for implementation will be devised once the data modeling is complete and any issues relating to the appropriate architecture for a TREATS facility have been resolved. A phased-in implementation is expected for each security class currently under the project's scope, commencing with equities.

Requirements for and Status of Information Processors for Debt and Equity

Two commenters suggested that an information processor that consolidates equity data should be introduced based on market forces. They were not supportive of mandating the use of an information processor but instead called for regulation that encouraged a market driven and competitive response to market data needs. One of them proposed that, once a threshold volume had been achieved, all vendors of consolidated market data be required to incorporate information from all marketplaces.

Response:

We believe that data consolidation and the availability of an information processor that meets the standards approved by regulators would ensure that a central source of consolidated data exists, and would help address best execution and market integrity issues. However, we will continue to monitor and re-visit the issues in order to determine whether a market-driven solution will be more appropriate in the future.

Deletion of Exemption from Information Transparency Requirements for Marketplaces Dealing in Exchange-Traded Securities that are Options or Foreign Exchange-Traded Securities that are Options

One commenter requested an extension, rather than the proposed deletion, of this exemption. The extension was requested until there is greater clarity as to the specific impact these transparency requirements may have on these types of securities.

Another commenter suggested that, in order to ensure a level playing field for all market participants, any synthetic or derivative type instruments (whether traded on or off a recognized exchange) that create an economic or risk exposure similar to those of fixed income instruments must be subject to the same reporting and transparency requirements of the equivalent cash instruments. This same commenter advocated the same pre-trade transparency requirements for all cash, derivative and synthetic instruments with orders, and recommended only sending post-trade information to the regulators.

Response:

We have decided to delete the section at this time and require transparency for exchange-traded securities that are options or foreign exchange-traded securities that are options. Currently, the Bourse de Montréal makes information available for exchange-traded securities that are options. There are no other marketplaces at this time trading exchange-traded securities that are options or foreign exchange-traded securities that are options.

Clarification That Marketplace Information Must Include Identification of the Marketplace and other Relevant Information

One commenter requested that the CSA clarify the implications of this proposed amendment. This commenter outlined the difficulty in specifying all of the marketplaces on a confirmation to investors in situations where an equity trade may be executed in part on several marketplaces as it may not be feasible to identify all marketplaces on a single confirmation slip, and the issuance of several confirmation slips relating to a single trade would be confusing to the investor. This commenter proposed that in this instance, a confirmation should be required to state "Multiple Marketplaces – details available upon request". This commenter was of the view that this proposed amendment does not apply to the fixed income market.

Response:

This amendment is intended to clarify that information provided by a marketplace to an information processor or information vendor must include all relevant information (including identity of the marketplace). This is distinguished from information to be included on a trade confirmation (which is not referred to in this amendment). With respect to a trade confirmation, if a

trade is executed on multiple marketplaces, we are of the view that it is appropriate to state “multiple marketplaces – details available on request”.

Other Amendments to 21-101CP

With respect to information regarding government debt securities and corporate debt securities to be sent to the information processor, one commenter requested clarification regarding the requirement that “the type of counterparty” be reported to the information processor.

Response:

The type of counterparty that would be reported to the information processor relates to the category of the counterparty to a trade. This may be “dealer”, “client”, etc. The collection of this information will help avoid double-counting of trades in a consolidated feed.

Registration Exemptions Not Available to an ATS

One commenter requested clarification on the legal purpose and effect of proposed section 6.2 of the Companion Policy to NI 21-101 since, in this commenter’s view, an ATS registered as a dealer would not need dealer registration exemptions. This commenter assumed that the provision was not intended to restrict ATSs from engaging in trades executed by subscribers who are non-registered buy-side institutions.

The same commenter suggested that the amendment to section 6.2 of NI 21-101 and Companion Policy to NI 21-101 be reworded to clarify that non-ATS dealer activities are not impaired by this proposed section. [i.e. except as provided in this Instrument, the registration exemptions applicable to dealers under securities legislation are not available to an ATS in respect of its ATS activities.]

Response:

The intention of the proposed amendment is to clarify that, even though an ATS is registered as a dealer, the registration exemptions available to dealers are generally not available to an ATS (for example, the accredited investor exemption that is available to dealers is not available to an ATS). The only registration exemption contemplated in the ATS rules is that a securities regulatory authority may consider granting an exemption if an ATS is registered in one jurisdiction and only provides access to registered dealers in another jurisdiction(s).

Availability of Technology Specifications and Testing Facilities by a Marketplace Proposed amendments to NI 21-101, section 12.3

Some commenters were concerned about the practicality of the approach concerning the publication of technology requirements and testing facilities.

One commenter noted that the proposed changes represent a fundamental shift in the way the industry operates, which requires extensive effort and time to prepare. A few requested a longer timeframe for marketplaces to make any technology requirements regarding interfacing with or access to the marketplace available to the public. One commenter suggested that a new marketplace be required to publish its full technology requirements and provide testing facilities for a minimum of six months prior to operating. This commenter also submitted that it should be marketplaces, rather than dealers, who bear the costs of ensuring a marketplace’s level of interconnectivity since this would better align development costs with potential benefits. In the alternative, it was suggested that the CSA strike an industry committee to examine the cost-benefits and efficiencies of the various alternatives.

One commenter noted that technology counterparties enter into agreements that protect intellectual property rights and suggested that consideration be given to an approach that incorporates counterparty agreements to accommodate this requirement.

Response:

We believe that requiring a marketplace to publish its technology specifications for two months prior to operating is an appropriate period. We do not agree that marketplaces, rather than dealers, should bear the costs of ensuring a marketplace's level of connectivity as this could be a barrier to entry for new marketplaces. Although intellectual property rights may be protected by agreements, we are of the view that appropriate technology specifications should be made available so that dealers are in a position to adequately prepare for new marketplaces.

Form 21-101F5 Amendments

With respect to adding the phrase “including validation processes” at the end of subsection 2 of the description of Exhibit G in Form 21-101F5, one commenter sought further clarification regarding the “data validation processes” as it had a concern that such processes may add latency and/or costs to the design, implementation and operation of the information processor system.

Response:

Section 14.4 of NI 21-101 requires an information processor to provide timely, accurate, reliable and fair collection, processing, distribution and publication of information for orders for, and trades in, securities. In order to comply with this requirement, the information processor may have data validation procedures and other processes to ensure data integrity. While we did not specify the type of data validation processes required, we will assess their overall adequacy in evaluating applications for the information processor role.

List of Commenters

1. Bank of Canada
2. Blackmont Capital Inc.
3. BMO Financial Group
4. CanDeal
5. CPP Investment Board
6. Inter Dealer Broker Association
7. Investment Dealers Association of Canada
8. Investment Industry Association of Canada
9. ITG Canada Corp.
10. Ministry of Finance, British Columbia
11. Perimeter Markets Inc.
12. RBC Financial Group
13. Scotia Capital Inc.
14. TD Securities Inc.
15. TSX Group Inc.

REGULATION TO AMEND NATIONAL INSTRUMENT 21-101 MARKETPLACE OPERATION

Securities Act

(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (1), (2), (3), (8), (26), (32) and (34))

1. Section 1.1 of National Instrument 21-101 Marketplace Operation is amended by replacing the definition of “government debt security” with the following:

“government debt security” means

(a) a debt security issued or guaranteed by the government of Canada, or any province or territory of Canada,

(b) a debt security issued or guaranteed by any municipal corporation in Canada, or secured by or payable out of rates or taxes levied under the law of a jurisdiction of Canada on property in the jurisdiction and to be collected by or through the municipality in which the property is situated,

(c) a debt security of a crown corporation,

(d) in Ontario, a debt security of any school board in Ontario or of a corporation established under section 248(1) of the Education Act (R.S.O. 1990, c. E.2) of Ontario, or

(e) in Québec, a debt security of the Comité de gestion de la taxe scolaire de l'Île de Montréal

that is not listed on a recognized exchange or quoted on a recognized quotation and trade reporting system or listed on an exchange or quoted on a quotation and trade reporting system that has been recognized for the purposes of this Instrument and NI 23-101;”.

2. Section 6.2 of the National Instrument is replaced by the following:

“6.2. Registration Exemption Not Available

Except as provided in this Instrument, the registration exemptions applicable to dealers under securities legislation are not available to an ATS.”.

3. Section 7.2 of the National Instrument is replaced by the following:

“7.2. Post-Trade Information Transparency – Exchange-Traded Securities

A marketplace shall provide accurate and timely information regarding trades for exchange-traded securities executed on the marketplace to an information processor as required by the information processor or, if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider.”.

4. Section 7.4 of the National Instrument is replaced by the following:

“7.4. Post-trade Information Transparency – Foreign Exchange-Traded Securities

A marketplace shall provide accurate and timely information regarding trades for foreign exchange-traded securities executed on the marketplace to an information vendor.”.

5. Section 7.5 of the National Instrument is replaced by the following:

“7.5. Consolidated Feed – Exchange-Traded Securities

An information processor shall produce an accurate and timely consolidated feed showing the information provided to the information processor under sections 7.1 and 7.2.

7.6. Compliance with Requirements of an Information Processor

A marketplace shall comply with the reasonable requirements of the information processor to which it is required to provide information under this Part.”.

6. Section 8.2 of the National Instrument is amended:

(1) by replacing the paragraph with the following:

“(1) A marketplace that displays orders of corporate debt securities to a person or company shall provide accurate and timely information regarding orders for designated corporate debt securities displayed on the marketplace to an information processor, as required by the information processor, or if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider, as required by the regulation services provider.”;

(2) by adding the following paragraphs:

“(3) A marketplace shall provide accurate and timely information regarding details of trades of designated corporate debt securities executed on the marketplace to an information processor, as required by the information processor, or if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider, as required by the regulation services provider.

(4) An inter-dealer bond broker shall provide accurate and timely information regarding details of trades of designated corporate debt securities executed through the inter-dealer bond broker to an information processor, as required by the information processor, or if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider, as required by the regulation services provider.

(5) A dealer executing trades of corporate debt securities outside of a marketplace shall provide accurate and timely information regarding details of trades of designated corporate debt securities traded by or through the dealer to an information processor, as required by the information processor, or if there is no information processor, to an information vendor that meets the standards set by a regulation services provider, as required by the regulation services provider.”.

7. The National Instrument is amended by replacing section 8.5 with the following:

“8.5. Reporting Requirements for the Information Processor

(1) The information processor shall report, within 30 days after the end of each calendar quarter, the process and criteria for selection of government debt securities, as applicable, and designated corporate debt securities and the list of government debt securities, as applicable, and designated corporate debt securities.

(2) The information processor shall report, within 30 days after the end of each calendar year, the process to communicate the designated securities to the marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers providing the information as required by the Instrument, including where the list of designated securities can be found.

8.6. Exemption for Government Debt Securities

Section 8.1 does not apply until January 1, 2012.”.

8. Section 11.2 of the National Instrument is amended by replacing paragraph (2) with the following:

“(2) A marketplace shall transmit to a securities regulatory authority or a regulation services provider, if it has entered into an agreement with a regulation services provider in accordance with NI 23-101, the information required by the securities regulatory authority or the regulation services provider, within ten business days, in electronic form as required by the securities regulatory authority or regulation services provider.

(3) The record kept by a marketplace under section 11.1 and subsection (1) and the transmission of information to a securities regulatory authority or a regulation services provider under subsection (2) shall be in electronic form as prescribed by a securities regulatory authority or a regulation services provider.”.

9. The National Instrument is amended by inserting the following after section 12.2:

« **12.3. Availability of Technology Specifications and Testing Facilities**

(1) For at least two months immediately prior to operating, a marketplace shall make available to the public any technology requirements regarding interfacing with or access to the marketplace.

(2) After the technology requirements set out in subsection (1) have been published, a marketplace shall make available to the public, for at least one month, testing facilities for interfacing with and access to the marketplace.”.

10. Appendix A to the National Instrument is repealed.

11. Form 21-101F2 of the National Instrument is amended by inserting the following at the end of paragraph 5 of the subsection entitled “Exhibit G”:

“Where applicable, the description should include, at a minimum: the parties involved in settling the trades; the trades being settled; and the procedures to manage counterparty and settlement risk.”.

12. Form 21-101F5 of the National Instrument is amended:

(1) in part 1:

(a) by inserting the following at the end of the subsection entitled “Exhibit A”:

“identifying the processes and procedures which promote independence from the marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers that provide data”;

(b) by inserting, in the subsection entitled “Exhibit C”, the following after “the previous year”:

“identifying those individuals with overall responsibility for the integrity and timeliness of data reported to and displayed by the system (the “System”) of the information processor.”;

(c) by inserting the following at the end of the first sentence of the subsection entitled “Exhibit E”:

“identifying the employees responsible for monitoring the timeliness and integrity of data reported to and displayed by the System.”;

(2) in part 2:

(a) by replacing “the system (the “System”) of the information processor” with “the System” in the subsection entitled “Exhibit G”;

(b) by inserting the following at the end of paragraph 2 of the subsection entitled “Exhibit G”:

“including data validation processes”;

(c) by replacing the subsection entitled “Exhibit H” with the following:

“A description in narrative form of each service or function performed by the information processor. Include a description of all procedures utilized for the collection, processing, distribution, validation and publication of information with respect to orders and trades in securities.”;

(d) by replacing, in the subsection entitled “Exhibit J”, the last sentence with the following:

“Describe any measures used to verify the timeliness and accuracy of information received and disseminated by the System, including the processes to resolve data integrity issues identified.”;

(3) by replacing, in the French text of the subsection entitled “Exhibit N” of part 3, “de recettes” with “des produits”;

(4) in part 4:

(a) by replacing the heading with the following:

4. Fees and Revenue Sharing”;

(b) by inserting the following at the end of the subsection entitled “Exhibit O”:

“Where arrangements to share revenue from the sale of data disseminated by the information processor with marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers that provide data to the information processor in accordance with National Instrument 21-101 are in place, a complete description of the arrangements and the basis for these arrangements.”;

(5) by adding the following after part 5:

6. Selection of Securities Reported to the Information Processor

Exhibit T

Where the information processor is responsible for making a determination of the data which must be reported, including the securities for which information must be reported in accordance with National Instrument 21-101, describe the manner of selection and communication of these securities. This description should include the following:

1. The criteria used to determine which securities should be reported to the information processor.

2. The process for selection of the securities, including a description of the parties consulted in the process and the frequency of the selection process.

3. The process to communicate the securities selected to the marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers providing the information as required by National Instrument 21-101. The description should include where this information is located.”.

13. This Regulation comes into force on the day of its publication in the *Gazette officielle du Québec*.

REGULATION TO AMEND NATIONAL INSTRUMENT 23-101 TRADING RULES

Securities Act

(R.S.Q., c. V-1.1, s. 331.1, par. (2), (3), (8), (11), (26) and (32))

1. Section 3.1 of National Instrument 23-101 Trading Rules is amended by replacing paragraph (2) with the following:

“(2) In Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan, instead of subsection (1), the provisions of the Securities Act (R.S.A. 2000, c. S-4), the Securities Act (R.S.B.C. 1996, ch. 418), the Securities Act (R.S.O. 1990, c. S.5), the Securities Act (R.S.Q., c.V-V-1.1) and The Securities Act, 1988 (S.S. 1988-89, c. S-42.2), respectively, relating to manipulation and fraud apply.”.

2. Section 7.2 of the National Instrument is amended by replacing, in paragraph (a), “recognized exchange and its members” with “members of a recognized exchange”.

3. Section 7.4 of the National Instrument is amended by replacing, in paragraph (a), “recognized quotation and trade reporting system and its users” with “users of a recognized quotation and trade reporting system”.

4. Section 11.1 of the National Instrument is amended by inserting the following paragraph:

“(2) A dealer or inter-dealer bond broker is exempt from this Part if the dealer or inter-dealer bond broker complies with similar requirements, for any securities specified, established by a regulation services provider and approved by the applicable securities regulatory authority.”.

5. Section 11.2 of the National Instrument is amended:

(1) in paragraph 1:

(a) by replacing “for securities” with “for equity, fixed income and other securities identified by a regulation services provider”;

(b) by inserting the following subparagraphs at the end and making the necessary changes:

“(r) an insider marker; and

(s) any other markers required by a regulation services provider.”;

(2) by replacing paragraphs (5) and (6) with the following:

“(5) Transmittal of Order Information - A dealer and inter-dealer bond broker shall record and shall transmit within 10 business days to a securities regulatory authority or a regulation services provider the information required by the securities regulatory authority or the regulation services provider, in electronic form, as required by the securities regulatory authority or the regulation services provider.

(6) Electronic Form – The record kept by the dealer and inter-dealer bond broker under subsections (1) through (4) and the transmission of information to a securities regulatory authority or a regulation services provider under subsection (5) shall be in electronic form by January 1, 2010.

(7) Record preservation requirements – A dealer and an inter-dealer bond broker shall keep all records for a period of not less than seven years from the creation of the record referred to in this section, and for the first two years in a readily accessible location.”.

6. This Regulation comes into force on the day of its publication in the *Gazette officielle du Québec*.

AMENDMENTS TO COMPANION POLICY 21-101, *MARKETPLACE OPERATION***PART 1 AMENDMENTS**

1.1 Amendments

(1) This amends Companion Policy 21-101, *Marketplace Operation*.

(2) Section 3.4 is amended by:

a. adding a new subsection 3.4(6):

“3.4(6) Any registration exemptions that may otherwise be applicable to a dealer under securities legislation are not available to an ATS, even though it is registered as a dealer (except as provided in the Instrument), because of the fact that it is also a marketplace and different considerations apply.”; and

b. renumbering the subsections accordingly.

(3) Section 9.1 is amended by:

a. adding a new subsection 9.1(2):

“9.1(2) To comply with subsections 7.1 and 7.2 of the Instrument, any information provided by a marketplace to an information processor or information vendor must include identification of the marketplace and should contain all relevant information including details as to volume, symbol, price and time of the order or trade.”;

repealing subsection 9.1(5); and

renumbering the subsections accordingly.

(4) Part 10 is amended by

a. repealing subsection 10.1(1) and substituting the following:

“10.1(1) The requirement to provide transparency of information regarding orders and trades of government debt securities in section 8.1 of the Instrument does not apply until January 1, 2012. The Canadian securities regulatory authorities will continue to review the transparency requirements, in order to determine if the transparency requirements summarized in subsections (2) and (3) below should be amended.”;

b. repealing subsection 10.1(3) and substituting the following:

“10.1(3) The requirements of the information processor for corporate debt securities are as follows:

(a) Marketplaces trading corporate debt securities, inter-dealer bond brokers and dealers trading corporate debt securities outside of a marketplace are required to provide details of trades of all corporate debt securities designated by the information processor, including details as to the type of counterparty, issuer, type of security, class, series, coupon and maturity, price and time of the trade and, subject to the caps set out below, the volume traded, no later than one hour from the time of the trade or such shorter period of time determined by the information processor. If the total par value of a trade of an investment grade corporate debt security is greater than \$2 million, the trade details provided to the information processor are to be reported as "\$2 million+". If the total par value of a trade of a non-

investment grade corporate debt security is greater than \$200,000, the trade details provided to the information processor are to be reported as "\$200,000+".

(b) Although subsection 8.2(1) of the Instrument requires marketplaces to provide information regarding orders of corporate debt securities, the information processor has not required this information to be provided.

(c) A marketplace, an inter-dealer bond broker or a dealer will satisfy the requirements in subsections 8.2(1), 8.2(3), 8.2(4) and 8.2(5) of the Instrument by providing accurate and timely information to an information vendor that meets the standards set by the regulation services provider for the fixed income markets.”;

c. repealing subsection 10.1(5) and substituting the following:

“10.1(5) The information processor is required to use transparent criteria and a transparent process to select government debt securities and designated corporate debt securities. The information processor is also required to make the criteria and the process publicly available.”

AMENDMENTS TO COMPANION POLICY 23-101, *TRADING RULES*

PART 1 AMENDMENTS

Amendments

- (1) This amends Companion Policy 23-101, *Trading Rules*.
- (2) Section 2.1 is amended by deleting the last sentence and substituting the following: “The exemption from subsection 3.1(1) does not apply in Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan and the relevant provisions of securities legislation apply.”.
- (3) Subsection 3.1(2) is amended by deleting the first sentence and substituting the following: “Subsection 3.1(2) of the Instrument provides that despite subsection 3.1(1) of the Instrument, the provisions of the *Securities Act* (Alberta), the *Securities Act* (British Columbia), the *Securities Act* (Ontario), the *Securities Act* (Québec) and *The Securities Act, 1988* (Saskatchewan), respectively, relating to manipulation and fraud apply in Alberta, British Columbia, Ontario, Québec and Saskatchewan.”.
- (4) Part 4 is amended by:
- a. in subsection 4.1(7), in the second sentence, adding at the end of the sentence “or, if there is no information processor, by an information vendor that meets that standards set out by a regulation services provider.”;
 - b. adding subsection 4.1(8):

“In order to meet best execution obligations, where securities trade on multiple marketplaces in Canada, a dealer should consider information from all marketplaces (not just marketplaces where the dealer is a participant). This does not necessarily mean that a dealer must have access to real-time data feeds from each marketplace but that it should establish reasonable policies and procedures for best execution that include taking into account order and/or trade information from all appropriate marketplaces in the particular circumstances. The policies and procedures should be monitored on a regular basis. A dealer should also take steps, where appropriate, to access orders which may include making arrangements with another dealer who is a participant of a particular marketplace or routing an order to a particular marketplace.”.
- (5) Part 8 is amended by:
- a. in section 8.1 adding the following after the first sentence: “Information to be recorded includes any markers required by a regulation services provider (such as a significant shareholder marker).”;
 - b. in section 8.2 deleting “in the form and at the time required by a securities regulatory authority or the regulation services provider” and substituting “, within 10 business days, in electronic form as required by a securities regulatory authority or the regulation services provider”;
 - c. adding section 8.3:

“**Electronic Audit Trail** - Subsection 11.2(6) of the Instrument requires dealers and inter-dealer bond brokers to transmit certain information to a securities regulatory authority or a regulation services provider in electronic form as prescribed by a securities regulatory authority or the regulation services provider. The Canadian securities regulatory authorities and the self-regulatory entities are working with the industry to develop standards for these requirements.”.

7.2.2. Publication

Aucune information.

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION ET DES OAR

7.3.1 Consultation

Aucune information

7.3.2 Publication

Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières - Abrogation du sous-alinéa 14(d)(iii) du Statut 18 – Représentants inscrits et représentants en placement

Vu la demande d'approbation de modification au Statut 18 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (l'« ACCOVAM ») complétée le 20 octobre 2006;

Vu l'article 74 de la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* L.R.Q., c. A-33.2 (la « Loi »);

Vu les pouvoirs délégués conformément à l'article 24 de la Loi;

Vu l'approbation de cette modification par le conseil d'administration de l'ACCOVAM;

En conséquence :

L'Autorité des marchés financiers approuve la modification au Statut 18 de l'ACCOVAM consistant à supprimer le sous-alinéa 14(d)(iii) qui vise l'approbation par une Bourse reconnue lorsqu'un représentant inscrit ou un représentant en placement obtient un emploi au sein d'une société dont les titres sont inscrits à la cote de cette bourse.

Fait à Montréal, le 11 décembre 2006.

Pierre Bernier
Vice-président exécutif

Décision 2006-OAR-0030

7.4 AUTRES CONSULTATIONS

Aucune information.

7.5 AUTRES DÉCISIONS

Aucune information.

