

7.2

Réglementation de l'Autorité

7.2. RÉGLEMENTATION DE L'AUTORITÉ

7.2.1. Consultation

Projet de règlement

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 8°, 32°, 32.0.1° et 34° et a. 331.2)

Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché

Avis est donné par l'Autorité des marchés financiers (l'« Autorité »), que, conformément à l'article 331.2 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, chapitre V-1.1, le règlement suivant dont le texte est publié ci-dessous, pourra être pris par l'Autorité et ensuite soumis au ministre des Finances pour approbation, avec ou sans modification, à l'expiration d'un délai de 97 jours à compter de sa publication au Bulletin de l'Autorité :

- *Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.*

Vous trouverez également ci-dessous le projet de Modification de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché.*

Consultation

Toute personne intéressée ayant des commentaires à formuler à ce sujet est priée de les faire parvenir par écrit au plus tard le **29 août 2018**, en s'adressant à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : (514) 864-6381
Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.gc.ca

Renseignements additionnels

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

Maxime Lévesque
Analyste, Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4324
Numéro sans frais : 1 877 525-0337
maxime.levesque@lautorite.gc.ca

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

Le 24 mai 2018

Avis de consultation 21-323 du personnel des ACVM
Projet de règles de transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance publics, et d'extension de la transparence des opérations sur les titres créance privés
Projet de Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché
Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché

Le 24 mai 2018

Introduction

Le personnel (**nous**) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) publie pour consultation des modifications au *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le **Règlement 21-101**) et à l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (l'**Instruction générale 21-101**) (collectivement, le **projet de modification**).

Le texte du projet de modification est publié avec le présent avis ainsi que sur les sites Web des membres des ACVM, dont les suivants :

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.fcnb.ca
nssc.novascotia.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Objet

Le présent avis a pour objet de recueillir des commentaires sur le projet de modification, qui mettrait en œuvre ce qui suit :

- un projet de cadre rendant obligatoire la transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance publics¹ (le **projet de cadre relatif aux titres de créance publics**);

¹ L'expression « titre de créance public » est définie à l'article 1.1 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*. Elle comprend tout titre de créance émis ou garanti par le gouvernement du Canada ou une province ou un territoire du Canada, par une municipalité ou une société d'État du Canada.

- une proposition visant à étendre la portée du cadre de transparence obligatoire de l'information après les opérations sur les titres créance privés (la **proposition relative aux titres de créance privés**).

Nous prévoyons mettre en œuvre le projet de cadre relatif aux titres de créance publics et la proposition relative aux titres de créance privés par étapes à compter du 1^{er} avril 2019. Nous souhaitons uniformiser la transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance publics et les titres de créance privés d'ici le 31 décembre 2019.

Pour élaborer le projet de cadre relatif aux titres de créance publics, nous avons mis sur pied un groupe de travail (le **groupe de travail**) en collaboration avec des représentants de la Banque du Canada, du ministère des Finances du Canada et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**). Nous les remercions d'y avoir participé et d'avoir partagé leurs connaissances et leur expertise.

Résumé du projet de modification

Le projet de modification introduira des règles de transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance publics et étendra la portée de celles applicables aux titres de créance privés, comme nous le verrons plus loin.

a) *Titres de créance publics*

Conformément à la version actuelle de l'article 8.1 du Règlement 21-101, le marché et l'intermédiaire entre courtiers sur obligations effectuant des opérations sur des titres de créance publics doivent fournir à une agence de traitement de l'information des informations sur les ordres et les opérations, selon les exigences de cette dernière. La dispense temporaire des règles de transparence pour les titres de créance publics prévue à l'article 8.6 du Règlement 21-101 est désormais expirée. Malgré cela, la transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance publics n'est pas encore obligatoire puisqu'aucune agence n'a établi d'exigences en la matière².

Le projet de cadre relatif aux titres de créance publics, s'il est adopté, sera établi par le projet de modification et la nomination d'une agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics, et sa mise en œuvre s'effectuera selon les exigences d'une telle agence.

Le projet de modification vient modifier le Règlement 21-101 afin d'exiger d'une personne exécutant des opérations sur des titres de créance publics qu'elle fournisse à une agence de traitement de l'information des informations sur ces opérations. Nous proposons également d'exiger que l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics diffuse l'information après les opérations au sujet de celles-ci. L'obligation de transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance publics ne s'appliquera donc plus uniquement aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux marchés. Moyennant l'approbation des ACVM, l'agence de traitement de l'information déterminera les personnes tenues de déclarer des informations sur les opérations sur les titres de créance publics ainsi que le

² Se reporter à l'Avis 21-320 du personnel des ACVM, *Le point sur le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et l'instruction générale connexe, Transparence des titres de créance publics*.

modèle de déclaration et de diffusion de cette information (notamment les délais de publication et les plafonds de volume). Nous proposons d'abord que l'agence de traitement de l'information diffuse l'information au sujet des opérations sur les titres de créance publics exécutées par les courtiers, les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les banques énumérées à l'annexe I, II ou III de la *Loi sur les banques* du Canada (les **banques**).

Le projet de cadre relatif aux titres de créance publics est présenté à l'Annexe A.

b) Titres de créance privés

Conformément à l'article 8.2 du Règlement 21-101, le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier doivent fournir à l'agence de traitement de l'information des informations sur les ordres et les opérations sur les titres de créance privés désignés, selon les exigences de celle-ci. Depuis le 4 juillet 2016, l'OCRCVM est l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés et diffuse actuellement l'information après les opérations sur ces titres³.

La proposition relative aux titres de créance privés, si elle est adoptée, sera établie par le projet de modification, et sa mise en œuvre s'effectuera selon les exigences de l'agence de traitement de l'information.

Le projet de modification étend la portée actuelle des dispositions relatives aux titres de créance privés afin d'obliger toute personne exécutant des opérations sur des titres de créance privés à fournir à une agence de traitement de l'information des informations au sujet de ces opérations. L'obligation de transparence de l'information après les opérations sur les titres de créance privés ne s'appliquera donc plus uniquement aux courtiers, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux marchés. À l'instar du projet de cadre relatif aux titres de créance publics, l'agence de traitement de l'information, moyennant l'approbation des ACVM, déterminera les personnes tenues de déclarer des informations sur les opérations sur les titres de créance privés. L'agence de traitement de l'information diffusera l'information au sujet des opérations sur les titres de créance privés exécutées par les courtiers, les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les banques.

c) Autres modifications visant les titres de créance publics et privés

En vue d'harmoniser davantage les régimes de transparence, nous proposons d'apporter d'autres modifications connexes au Règlement 21-101 et à l'Instruction générale 21-101, notamment les suivantes :

- remplacer l'obligation de l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance non cotés de produire en temps réel une liste consolidée présentant les informations sur les ordres et les opérations par l'obligation de produire de l'information consolidée sur les opérations, comme c'est actuellement le cas pour les titres de créance privés;

³ Avant cette date, CanPX était l'agence de traitement de l'information pour ces titres.

- remplacer l'obligation de transparence consistant à fournir de l'information sur les ordres et les opérations sur les titres de créance privés désignés par l'agence de traitement de l'information par l'obligation de fournir de l'information sur l'ensemble des opérations sur les titres de créance privés, conformément à la pratique actuelle de l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés;
- retirer de l'Instruction générale 21-101 les descriptions des plafonds de volume et d'autres modalités opérationnelles, puisqu'elles seront établies par l'agence de traitement de l'information et approuvées par les ACVM.

d) L'OCRCVM à titre d'agence de traitement de l'information

Nous proposons que le mandat de l'OCRCVM à titre d'agence de traitement de l'information soit étendu aux titres de créance publics.

À titre d'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés, l'OCRCVM assure depuis le 4 juillet 2016 la transparence publique de l'information sur toutes les opérations exécutées sur les titres de créance privés. L'Annexe A ci-dessous expose les avantages d'étendre son mandat aux titres de créance publics.

Le personnel des ACVM poursuivra par ailleurs ses activités de surveillance afin de s'assurer que l'OCRCVM se conforme à ses obligations réglementaires à titre d'agence de traitement de l'information canadienne pour les titres de créance privés et publics.

Annexe

- A. Cadre de réglementation et de transparence du marché des titres de créance publics, description de la proposition relative aux titres de créance privés et présentation du projet de modification

Points d'intérêt local

Dans certains territoires, d'autres renseignements exigés par la législation en valeurs mobilières locale sont publiés en annexe.

Fin de la consultation

Veillez présenter vos commentaires sur le projet de modification, par écrit, au plus tard le 29 août 2018. Si vous ne les envoyez pas par courrier électronique, veuillez les présenter sur CD (format Microsoft Word).

Transmission des commentaires

Veillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM, comme suit :

Alberta Securities Commission
Autorité des marchés financiers

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

Veillez envoyer vos commentaires **seulement** aux adresses suivantes, et ils seront acheminés aux autres membres des ACVM participants.

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire générale
Autorité des marchés financiers
800, rue du Square-Victoria, 22^e étage,
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6318
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Publication des commentaires reçus

Il est à noter que nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation. Il est donc possible que certains renseignements personnels des intervenants, tels que leur adresse résidentielle, professionnelle ou électronique, figure sur certains sites Web des ACVM. Il importe que les intervenants précisent en quel nom ils présentent leur mémoire.

Tous les commentaires reçus seront affichés sur le site Web de l'Autorité des marchés financiers, au www.lautorite.qc.ca, et sur celui de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, au www.osc.gov.on.ca.

Questions

Pour toute question, prière de s'adresser aux personnes suivantes :

Maxime Lévesque
Analyste, Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
maxime.levesque@lautorite.qc.ca

Alina Bazavan
Senior Analyst, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
abazavan@osc.gov.on.ca

Timothy Baikie
Senior Legal Counsel, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
tbaikie@osc.gov.on.ca

Kevin Yang
Senior Research Analyst, Strategy and
Operations
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
kyang@osc.gov.on.ca

Michael Brady
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
mbrady@bcsc.bc.ca

Lucie Prince
Analyste, Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
lucie.prince@lautorite.qc.ca

Tracey Stern
Manager, Market Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
tstern@osc.gov.on.ca

Paul Redman
Chief Economist, Strategy and Operations
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
predman@osc.gov.on.ca

Ami Iaria
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
aiaria@bcsc.bc.ca

ANNEXE A

CADRE DE RÉGLEMENTATION ET DE TRANSPARENCE DU MARCHÉ DES TITRES DE CRÉANCE PUBLICS, DESCRIPTION DE LA PROPOSITION RELATIVE AUX TITRES DE CRÉANCE PRIVÉS ET PRÉSENTATION DU PROJET DE MODIFICATION

I. Introduction

La transparence des marchés de titres de créance contribue grandement à l'équité et à l'efficacité des marchés des capitaux. Elle favorise également la protection des investisseurs en les aidant à prendre des décisions éclairées.

II. Transparence des opérations sur le marché des titres de créance publics

1. *Survol du marché secondaire des titres de créance publics*

Le marché secondaire des titres de créance publics est décentralisé, la plupart des opérations étant effectuées de gré à gré par des courtiers agissant pour leur propre compte avec leurs clients et percevant leur rémunération sur l'écart acheteur-vendeur, soit la différence entre le cours acheteur et le cours vendeur.

En décembre 2017, le marché canadien des titres de créance privés et publics s'élevait à environ 1,8 billion de dollars selon la valeur nominale de l'encours⁴. Bien que des titres de créance d'une valeur de près de 312 milliards de dollars sur le marché primaire et de plus de 12 billions de dollars sur le marché secondaire aient été émis en 2017, la plupart de cette activité s'est concentrée entre quelques émetteurs et institutions d'importance⁵. Les titres de créance publics (émis par les gouvernements fédéral et provinciaux et les municipalités) comptaient pour près de 70 % des titres de créance émis et en circulation au pays en 2017 et pour plus de 90 % de la valeur négociée⁶. Les investisseurs individuels participent peu de manière directe au marché primaire et secondaire des titres de créance; ils s'y exposent généralement en souscrivant des titres de fonds d'investissement⁷.

2. *Règles actuelles de transparence de l'information sur les titres de créance publics*

Les règles de transparence de l'information sur les titres de créance publics sont prévues à l'article 8.1 du Règlement 21-101. Plus particulièrement, les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont tenus de déclarer à une agence de traitement de l'information des informations sur les ordres et les opérations, selon les exigences de cette dernière. Pour le

⁴ Statistiques du gouvernement du Canada, « Tableau CANSIM 176-0071, Encours des obligations, à leur valeur nominale, selon la monnaie de paiement et l'émetteur, Banque du Canada ».

⁵ Statistiques du gouvernement du Canada, « Tableau CANSIM 176-0034, Émissions brutes de titres, remboursements et émissions nettes, valeur nominale, Banque du Canada », et OCRCVM, « Opérations sur le marché obligataire secondaire ».

⁶ Voir les notes 5 et 6.

⁷ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario : Rapport de 2014 intitulé « The Canadian Fixed Income Market ».

moment, il n'y a aucune agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics et, par ricochet, aucune obligation de déclaration ne s'applique.

Si, pour le moment, la transparence de l'information après les opérations effectuées sur les titres de créance publics n'est pas obligatoire, il est toutefois possible d'obtenir de l'information sur celles-ci d'un nombre limité de sources (par exemple, La Caisse canadienne de dépôt de valeurs offre à ses abonnés le Service d'information relative au prix des titres à revenu fixe (SIPTAR) et CanPX fournit à ses fournisseurs des données provenant des intermédiaires entre courtiers sur obligations). Cette information est généralement mise à la disposition des grands courtiers et des investisseurs institutionnels qui ont les moyens de se la procurer.

Vu la disponibilité limitée d'information abordable après les opérations effectuées sur les titres de créance publics pour les investisseurs individuels et petits investisseurs institutionnels ainsi que l'évolution de la situation internationale, nous estimons qu'il est approprié d'imposer la transparence après les opérations sur ce type de titres. Nous sommes d'avis que la transparence des opérations sur les titres de créance publics contribue grandement à l'équité et à l'efficacité des marchés des titres de créance. L'obligation de transparence favorise par ailleurs la protection des investisseurs en les aidant à prendre des décisions éclairées.

3. Principes à l'origine du projet de cadre relatif aux titres de créance publics

Les caractéristiques de la structure du marché que sont la liquidité, l'immédiateté, la transparence, la formation des cours, l'équité et l'intégrité du marché ont orienté l'élaboration du projet de cadre relatif aux titres de créance publics⁸. Nous estimons qu'en imposant la transparence de l'information après les opérations, le projet de cadre favorise ces caractéristiques et tient compte de la nécessité de pondérer les avantages d'une plus grande transparence et son effet potentiellement défavorable sur la liquidité.

Par transparence de l'information après les opérations, nous entendons la capacité de tous les participants au marché d'accéder à l'information publique au sujet des opérations exécutées, en particulier la diffusion de l'information au sujet des opérations exécutées, notamment le cours et le volume.

Certains organismes de réglementation et articles spécialisés⁹ appuient l'argument selon lequel une transparence accrue de l'information sur les opérations sur les titres de créance favoriserait le processus de formation des cours et améliorerait la liquidité et l'efficacité du marché. La transparence peut réduire les occasions pour les participants avertis d'avoir l'avantage sur les participants qui le sont moins. Un accès à davantage d'information sur les opérations réalisées sur les marchés des titres de créance peut donner confiance aux participants moins informés (comme les investisseurs individuels et les investisseurs institutionnels de petite et moyenne

⁸ Ces caractéristiques ont été soulignées dans le rapport du comité spécial de la Bourse de Toronto sur la fragmentation du marché établi en 1997, *Responding to the Challenge*, et subséquemment, dans un rapport intitulé *Ideal Attributes of a Marketplace*, rédigé par Erik Kirzner et publié en juin 2006.

⁹ Hendrik Bessembinder et coll., *Market Transparency, liquidity externalities, and institutional trading costs in corporate bonds*, *Journal of Financial Economics* 82(2), 251-288 (2006); Amy K. Edwards et coll., *Corporate bond market transparency costs and transparency*, *The Journal of Finance* 62(3), 1421-1451 (2007); Michael A. Goldstein, Edith S. Hotchkiss, & Erik R. Sirri, *Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds*, *Review of Financial Studies*, 20(2): 235-73 (2007).

taille) dans leur capacité à prendre des décisions éclairées. Cette transparence accrue peut ultérieurement rendre le marché des titres de créance plus intéressant pour les nouveaux investisseurs. Une plus grande liquidité du marché peut améliorer la capacité des courtiers à fournir de la liquidité aux marchés en réduisant leurs coûts de tenue de marché^{10,11}.

Comme il est indiqué ci-dessus, la transparence de l'information sur les opérations sur les titres de créance publics est limitée pour le moment, et le coût pour y avoir accès n'est pas à la portée de tous les participants au marché. Ce manque d'accessibilité à l'information sur les opérations exécutées sur les titres de créance publics fait qu'il est difficile pour les investisseurs d'évaluer s'ils ont obtenu un prix équitable à l'issue d'une opération sur un titre de créance public, ce qui peut nuire à leur perception de l'équité et de l'intégrité du marché.

Malgré ces arguments, d'aucuns ont fait valoir qu'une trop grande transparence pouvait nuire à la liquidité. La transparence après les opérations en temps réel peut particulièrement amoindrir la liquidité d'un titre de créance si le cours évolue dans le sens inverse souhaité par le courtier qui tente de liquider des positions prises sur un tel titre après une opération avec un client, ce qui peut se produire si le titre n'est pas suffisamment liquide (par exemple, si les opérations sont moins fréquentes). Ils estiment que la transparence après les opérations en temps réel peut inciter le courtier à effectuer davantage d'opérations à titre de mandataire (c'est-à-dire ne pas mettre d'obligations dans son portefeuille) et faire fléchir sa volonté de tenir marché.

4. Règles de transparence et de déclaration à l'étranger

Nous sommes d'avis que le projet de cadre relatif aux titres de créance publics constitue une avancée pour les marchés canadiens. Nous tenons à souligner que d'autres marchés ont déjà introduit une obligation de transparence ou de déclaration à des fins réglementaires, ou le feront sous peu.

La transparence de l'information sur tous les titres de créance est obligatoire dans l'Union européenne, où la directive MIF II impose la transparence avant et après les opérations pour l'ensemble des titres de créance inscrits sur des plateformes de négociation¹². La diffusion publique a été instaurée le 3 janvier 2018.

Aux États-Unis, la déclaration des opérations sur les titres émis par le Trésor est également obligatoire par l'intermédiaire du Trade Reporting and Compliance Engine (**TRACE**), qui est administré par la Financial Industry Regulatory Authority (**FINRA**), bien que l'information sur ces opérations ne soit pas actuellement diffusée¹³.

¹⁰ Tran-Minh Vu, *Transparence du marché canadien des titres à revenu fixe : possibilités et contraintes*.

¹¹ Une participation accrue des clients pourrait aider les courtiers à gérer une partie du risque de portefeuille en haussant la fréquence de leurs opérations avec leurs propres clients.

¹² Selon la liquidité de l'instrument financier assujéti aux règles de transparence, il existe des dérogations aux règles de transparence avant les opérations et des reports de déclaration d'information après les opérations.

¹³ Le système TRACE sert actuellement à déclarer les opérations sur des titres de créance émis par certains organismes gouvernementaux.

5. *Projet de cadre relatif aux titres de créance publics*

Présenté ci-après, le projet de cadre relatif aux titres de créance publics a été élaboré de concert avec des représentants de la Banque du Canada, du ministère des Finances du Canada et de l'OCRCVM. Il repose sur une analyse des données du Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (**SEROM 2.0**)¹⁴, sur des consultations préliminaires avec les intervenants du secteur et sur le régime de transparence actuel des titres de créance privés.

Dans l'élaboration du projet de cadre relatif aux titres de créance publics, nous souhaitons équilibrer la volonté d'une plus grande transparence, surtout pour les investisseurs individuels et les petits investisseurs institutionnels, et la nécessité de gérer tout effet négatif de cet accroissement sur la liquidité. À notre avis, le projet de cadre relatif aux titres de créance publics atteint cet équilibre en reportant la diffusion de l'information sur les opérations et en plafonnant le volume affiché des opérations, ce qui permet aux entités agissant pour leur propre compte de gérer leur risque de portefeuille et de fournir de l'information pertinente aux investisseurs.

Le projet de cadre relatif aux titres de créance publics prévoit ce qui suit :

- la modification du Règlement 21-101 afin d'étendre les règles à toute personne effectuant des opérations sur des titres de créance publics;
- la nomination d'une agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics¹⁵ et l'approbation de ce qui suit :
 - la liste des personnes qui deviendront assujetties aux règles de transparence pour les opérations exécutées sur les titres de créance publics;
 - le modèle utilisé par l'agence de traitement de l'information pour diffuser l'information après les opérations, notamment les plafonds de volume et les délais de diffusion.

Conformément au projet de cadre relatif aux titres de créance publics, l'agence de traitement de l'information publiera en différé les informations relatives à chaque opération sur un titre de créance public ainsi que les plafonds sur le volume déclaré, comme il en est question plus loin. Pour le moment, l'information avant les opérations ne sera ni recueillie ni diffusée.

i) Entités assujetties aux règles de déclaration et de transparence

Le projet de modification prévoit que toute personne exécutant des opérations sur des titres de créance publics doit déclarer à l'agence de traitement de l'information les informations sur les ordres et les opérations sur ces titres, selon les exigences de cette dernière. Concrètement, le projet de cadre relatif aux titres de créance publics étend la portée des règles de transparence à

¹⁴ Les données du SEROM 2.0 renferment de l'information sur les opérations effectuées sur tous les titres de créance et déclarées par les courtiers membres de l'OCRCVM.

¹⁵ L'agence de traitement de l'information est, en Ontario, désignée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en vertu de nouveaux pouvoirs, en Saskatchewan, désignée par la Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan et, au Québec, reconnue par l'Autorité des marchés financiers.

toute personne effectuant des opérations sur de tels titres. Les courtiers, les intermédiaires entre courtiers sur obligations, les marchés et les banques seront tenus de déclarer à l'agence de traitement de l'information les informations sur les opérations exécutées sur des titres de créance publics.

Dans la foulée de l'extension des règles de déclaration, *nous sollicitons des commentaires spécifiques à l'extension aux banques et, surtout, à celles de l'annexe III.*

Si les banques de l'annexe III sont exclues, nous signalons que les opérations sur les titres de créance publics exécutées entre une telle banque et un courtier, un intermédiaire entre courtiers sur obligations ou une banque de l'annexe I ou de l'annexe II seraient visées par le régime de transparence et déclarées par la contrepartie de la banque de l'annexe III.

Toute extension future de la liste des personnes assujetties aux règles de transparence sera proposée par l'agence de traitement de l'information et soumise à l'approbation des ACVM suivant une consultation publique.

ii) Types de titres de créance publics visés

Les titres de créance publics comprennent ceux émis par les gouvernements fédéral et provinciaux et les municipalités. Voici une liste des titres de créance publics qui seraient visés par le projet de cadre relatif aux titres de créance publics :

- tous les titres de créance émis par le gouvernement du Canada, notamment les Bons du Trésor, les obligations nominales, les obligations à rendement réel (**ORR**), les coupons détachés et les obligations résiduelles;
- toutes les obligations hypothécaires du Canada;
- tous les titres de créance émis par un gouvernement provincial, notamment les ORR, les coupons détachés et les obligations résiduelles;
- tous les titres de créance émis par une municipalité;
- toutes les obligations d'organismes gouvernementaux fédéraux et provinciaux autres que les obligations hypothécaires du Canada.

iii) Délais de publication et plafonds de volume

Le délai de publication correspond à la période qui se situe entre la conclusion d'une opération et la publication de l'information s'y rapportant. Par le passé, des craintes ont été soulevées au sujet de l'incidence potentielle de la transparence sur la liquidité et de la volonté des courtiers d'offrir de la liquidité si l'information sur leurs opérations devient immédiatement disponible.

Pour répondre à cette préoccupation, les informations sur les opérations exécutées sur les titres de créance publics seraient, selon le projet de cadre relatif aux titres de créance publics, publiées le lendemain de l'opération (17 h HE)¹⁶. Par ailleurs, les informations publiées ne

¹⁶ À l'heure actuelle, l'information sur les opérations sur les titres de créance privés est diffusée à minuit deux jours après l'opération. À titre d'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés, l'OCRCVM envisage de diffuser l'information le lendemain de l'opération (17 h HE), par souci de cohérence avec le projet de diffusion de l'information sur les opérations sur les titres de créance publics.

mentionneraient pas l'identité des contreparties à une opération et seraient assujetties aux plafonds sur le volume affiché, qui seraient déterminés par les caractéristiques de liquidité du type d'obligation.

Le plafond sur le volume affiché (aussi appelé « plafond de volume ») est un seuil de volume d'opération au-dessus duquel le champ « volume » du rapport est masqué. Concrètement, les plafonds de volume représentent le volume maximal qui serait affiché pour une opération. Ainsi, une opération de 15 millions de dollars sur des obligations hypothécaires du Canada apparaîtrait dans la catégorie des opérations de 10 millions de dollars et plus, et une opération de 3 millions de dollars sur un titre de créance municipal, dans la catégorie des opérations de 2 millions de dollars et plus. Le plafond de volume protège les personnes qui prennent des positions sur des titres de créance publics en masquant le volume réel négocié.

Dans l'établissement des plafonds de volume proposés, le groupe de travail s'est penché sur les données sur les opérations réalisées sur les titres de créance publics déclarées à l'OCRCVM par l'entremise de SEROM 2.0 selon la méthode décrite à l'Appendice 1 de la présente annexe.

De façon générale, les obligations du gouvernement du Canada et les obligations hypothécaires du Canada à court terme sont très liquides, alors que les titres de créance provinciaux et municipaux le sont moins. Selon le groupe de travail, un petit nombre de catégories de plafonds de volume serait préférable parce que plus facile à gérer pour l'agence de traitement de l'information et à comprendre pour les investisseurs. Nous proposons les plafonds de volume suivants, selon la méthode décrite à l'Appendice 1 :

10 millions \$	5 millions \$	2 millions \$
Bons du Trésor du gouvernement du Canada (bons du Trésor du GC)	Obligations du gouvernement du Canada à rendement nominal à échéance de plus de 10 ans (obligations du GC >10 ans) ¹⁷	Tous les titres de créance provinciaux, dont les ORR, les coupons détachés et les obligations résiduelles
Obligations du gouvernement du Canada à rendement nominal à échéance de 10 ans ou moins (obligations du GC ≤10)		Tous les titres de créance municipaux ¹⁸
		Tous les autres titres de créance d'organismes gouvernementaux ¹⁹
Toutes les obligations hypothécaires du Canada		Obligations à rendement réel du gouvernement du Canada

¹⁷ Les obligations du gouvernement du Canada dont l'échéance est de moins de 11 ans à l'émission seront assujetties au plafond de 10 millions de dollars afin d'englober les titres de créance qui tombent sous le seuil des 10 ans relativement peu de temps après leur émission.

¹⁸ En Ontario, les titres de créance publics comprennent les titres de créance d'une commission scolaire en Ontario ou d'une personne morale établie en vertu du paragraphe 1 de l'article 248 de la *Loi sur l'éducation*. Au Québec, ils incluent les titres de créance du Comité de la gestion de la taxe scolaire de l'île du Montréal.

¹⁹ Cette catégorie comprend les titres adossés à des créances hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (**titres hypothécaires LNH**).

		Coupons détachés et obligations résiduelles du gouvernement du Canada ²⁰
--	--	---

Dans l'établissement des plafonds de volume, le groupe de travail a, de façon générale, pris en compte les tendances de négociation des titres les moins liquides dans chaque groupe de titres. Les plafonds auraient donc pu être plus élevés pour les titres de créance les plus liquides de chaque groupe de titres, mais le groupe de travail a jugé important d'établir un nombre limité de groupes afin qu'il soit plus facile pour les investisseurs et les courtiers de comprendre les règles et de s'y conformer. À notre avis et selon certains échanges préliminaires avec des participants au marché²¹, les plafonds de volume proposés, en conjugaison avec le délai de publication jusqu'au lendemain de l'opération (17 h HE), accordent aux courtiers suffisamment de temps pour gérer leur risque de portefeuille avant la publication.

Le groupe de travail a également discuté de l'application d'une transparence accrue aux titres de créance publics les moins liquides, surtout les obligations à rendement réel et certains titres de créance émis par de petites provinces et municipalités. Il souligne que l'information sur les opérations sur les titres de créance peut aider les banques à se conformer à leurs obligations d'information en vertu du cadre révisé pour le risque de marché²² élaboré par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (BCBS). Le groupe de travail estime donc que le fait d'exempter certaines catégories de titres de créance des règles de transparence après les opérations peut réduire l'information publique sur les cours réels et vérifiables et accroître indûment la surcharge des banques en matière de fonds propres.

Nous souhaitons particulièrement savoir si les plafonds de volume et les délais de publication sont appropriés, surtout pour les titres de créance publics les moins liquides, comme ceux émis par les municipalités ou encore ceux détenus par un petit nombre d'investisseurs.

iv) Informations sur les opérations devant être diffusées par l'agence de traitement de l'information

Les informations sur les opérations sont des champs de données que l'agence de traitement de l'information rendra publics. L'Appendice 2 de la présente annexe précise l'information sur les opérations qui serait ainsi diffusée. Cette information est identique à celle actuellement diffusée pour les opérations sur les titres de créance privés, sauf pour l'ajout de deux champs de données, soit « Type d'obligation » et « Date d'émission initiale ».

²⁰ Les coupons détachés et obligations résiduelles correspondent, respectivement, au coupon et au capital des flux de trésorerie d'un titre de créance ayant été décomposés en titres distincts.

²¹ Le Forum canadien des titres à revenu fixe, le comité sur les obligations de l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières, des émetteurs provinciaux, la Municipal Finance Authority de la Colombie-Britannique et l'Association canadienne des investisseurs obligataires.

²² Le cadre révisé pour le risque de marché établit les normes minimales que les banques peuvent suivre afin d'appliquer des modèles de risques faits sur mesure (les **modèles internes**) à un instrument donné dans le but de calculer les fonds propres requis en regard du risque de marché. Par exemple, l'une des normes pour l'utilisation des modèles internes est que les facteurs de risque doivent reposer sur des cours réels et vérifiables assujettis à une exigence de fréquence minimale. Les facteurs de risque fondés sur de l'information insuffisante sur les cours sont jugés « non modélisables » et font donc l'objet d'une surcharge davantage punitive en matière de fonds propres.

Le champ « Type d'obligation » est important puisqu'en son absence, les données seraient trompeuses. Les investisseurs pourraient confondre les ORR et les coupons détachés et les obligations résiduelles avec des titres de créance publics classiques. Leur cours est établi différemment et ils sont assortis de caractéristiques de liquidité et de négociation différentes.

Le champ « Date d'émission initiale » est également important puisqu'il permet aux utilisateurs de distinguer les titres de créance nouvellement émis de ceux ayant la même date d'échéance, mais ayant été émis antérieurement. Il s'agit d'une différence déterminante, les titres nouvellement émis étant dotés de caractéristiques de négociation très différentes de celles des titres émis précédemment, même s'ils ont la même date d'échéance. Par exemple, les investisseurs s'intéressent souvent aux titres de créance de référence plutôt qu'aux obligations déjà émises qui ont la même date d'échéance.

L'agence de traitement de l'information publiera l'information sur les opérations sur son site Web, sous une forme librement accessible. Les obligations initiales sont exposées dans le présent avis (sous réserve des changements pouvant découler de la consultation). L'agence de traitement de l'information apportera tout changement subséquent au régime de transparence après avoir consulté le public et avec l'approbation des autorités en valeurs mobilières du Canada.

III. Proposition relative aux titres de créance privés

La proposition relative aux titres de créance privés sera instituée en vertu du projet de modification et mise en œuvre par les règles de l'agence de traitement de l'information.

Le projet de modification étend l'obligation de transparence de l'information après les opérations réalisées sur les titres de créance privés à toute personne qui effectue des opérations sur de tels titres, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information. En particulier, la proposition relative aux titres de créance privés étend les règles de déclaration, et par extension, les règles de transparence, aux banques. On prévoit que les banques de l'annexe I, II et III devront déclarer à l'agence de traitement de l'information des informations relatives à leurs opérations sur titres de créance publics.

Dans la foulée de l'extension des règles de déclaration, *nous sollicitons des commentaires sur l'extension de ces règles aux banques, particulièrement celles de l'annexe III.*

Si les banques de l'annexe III sont exclues, nous signalons que les opérations sur les titres de créance publics exécutées entre une telle banque et un courtier, un intermédiaire entre courtiers sur obligations ou une banque de l'annexe I ou de l'annexe II seraient visées par la proposition relative aux titres de créance privés et déclarées par la contrepartie de la banque de l'annexe III.

Actuellement, l'agence de traitement de l'information diffuse l'information au sujet des opérations réalisées sur les titres de créance privés à minuit deux jours après l'opération. On prévoit qu'à titre d'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés, l'OCRCVM diffuserait l'information le lendemain de l'opération (17 h HE), en accord avec la proposition de diffuser l'information au sujet des opérations sur les titres de créance publics.

IV. Mise en œuvre du projet de cadre relatif aux titres de créance publics et de la proposition relative aux titres de créance privés

Rappelons que le projet de modification exige de toute personne exécutant des opérations sur des titres de créance publics et des titres de créance privés qu'elle fournisse à une agence de traitement de l'information des informations sur ces opérations, selon les exigences de cette dernière. La déclaration des opérations sur les titres de créance publics n'entraînera aucun fardeau supplémentaire pour les courtiers puisqu'en vertu de l'article 8.2 du Règlement 21-101, ils sont déjà tenus de déclarer à l'agence de traitement de l'information (soit l'OCRCVM) les opérations exécutées sur les titres de créance privés.

Pour d'autres personnes, notamment les banques, un délai supplémentaire pour mettre en œuvre le projet de cadre relatif aux titres de créance publics et la proposition relative aux titres de créance privés pourrait être nécessaire car il s'agit de nouvelles obligations. Nous proposons donc que leur mise en œuvre s'effectue par étapes, comme suit :

- Le 1^{er} avril 2019 – l'agence de traitement de l'information commencera à diffuser l'information après les opérations sur les titres de créance publics exécutées par les courtiers qui sont actuellement assujettis à la Règle 2800C des courtiers membres de l'OCRCVM, les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations, en plus de l'information existante après les opérations pour les titres de créance privés;
- Le 31 décembre 2019 – l'agence de traitement de l'information commencera à diffuser l'information après les opérations sur les titres de créance privés et les titres de créance publics exécutées par les banques.

V. Modification du Règlement 21-101

Il est nécessaire d'apporter des modifications au Règlement 21-101 et à l'Instruction générale 21-101 pour mettre en œuvre le projet de cadre relatif aux titres de créance publics et la proposition relative aux titres de créance privés. Le projet de modification est publié avec le présent avis.

Le projet de modification a les effets suivants :

- il abroge la dispense, désormais expirée, de l'obligation prévue à l'article 8.1 du Règlement 21-101 selon laquelle les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les marchés doivent déclarer à l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics des informations sur les opérations effectuées sur tous ces titres;
- il oblige toute personne à fournir à une agence de traitement de l'information des informations sur les opérations sur les titres de créance privés et sur les titres de créance publics exécutées hors marché, selon les exigences de cette dernière;
- il remplace l'obligation de l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance non cotés de produire en temps réel une liste consolidée présentant les informations sur les ordres et les opérations par l'obligation de produire de l'information

consolidée sur les opérations, comme c'est actuellement le cas pour les titres de créance privés;

- il supprime l'obligation, en l'absence d'une agence de traitement de l'information, de déclarer l'information sur les ordres et les opérations sur les titres de créance privés à un fournisseur d'information approuvé par un fournisseur de services de réglementation, puisqu'il y aura une agence de traitement de l'information pour tous les titres de créance;
- il remplace l'obligation imposée à l'agence de traitement de l'information, en vertu du paragraphe *d* de l'article 14.5, de remettre à l'autorité en valeurs mobilières son rapport d'examen indépendant des systèmes le 30^e jour suivant sa présentation au conseil d'administration ou le 60^e jour suivant la fin de l'année civile, selon la première de ces éventualités, par l'obligation de le remettre le 30^e jour suivant sa présentation au conseil d'administration ou le 60^e jour suivant la fin de son exercice, selon la première de ces éventualités;
- il modifie l'article 14.8 du Règlement 21-101 afin de clarifier l'information qui doit être rendue publique par l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance;
- il retire de l'Instruction générale 21-101 les descriptions des plafonds de volume et d'autres modalités opérationnelles du cadre proposé, puisqu'elles seront établies par l'agence de traitement de l'information et approuvées par les autorités en valeurs mobilières du Canada;
- il modifie la définition de l'expression « agence de traitement de l'information » pour tenir compte du fait que l'agence de traitement de l'information est désormais désignée, en Ontario, par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et, en Saskatchewan, par la Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan.

VI. Agence de traitement de l'information pour les titres de créance

Le rôle d'agence de traitement de l'information pour les titres de créance consiste à assurer la transparence des opérations sur les titres de créance privés et publics. Le Règlement 21-101 oblige les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations qui affichent des ordres sur des titres de créance privés et publics à fournir de l'information sur ces ordres à une agence de traitement de l'information, selon les exigences de cette dernière. Les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers sont également tenus de fournir à cette dernière de l'information relative aux opérations sur ces titres, selon ses exigences.

Le Règlement 21-101 prévoit également le cadre réglementaire des agences de traitement de l'information. Il leur impose en particulier les obligations suivantes :

- fournir au public une information rapide et exacte sur les ordres²³ et les opérations;

²³ Pour le moment, il n'est pas obligatoire de déclarer ou d'afficher les ordres sur les titres de créance publics ou les titres de créance privés.

- ne pas imposer indûment de restrictions à l'accès équitable à cette information;
- assurer la collecte, le traitement, la diffusion et la publication des informations sur les ordres et sur les opérations sur les titres de créance d'une manière rapide, exacte, fiable et équitable;
- tenir les dossiers nécessaires;
- maintenir des systèmes résilients et faire effectuer un examen annuel indépendant de ces systèmes.

L'OCRCVM demandera à devenir l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics et, pour ce faire, soumettra des changements à son formulaire déposé conformément à l'Annexe 21-101A5. À notre avis, le fait que l'OCRCVM agisse à ce titre présente plusieurs avantages :

- il a mis en place un système permettant de recueillir l'information sur les titres de créance publics, et les courtiers qui seront assujettis aux règles de transparence du projet de modification déclarent déjà cette information au moyen de SEROM 2.0.;
- il est l'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés et diffuse déjà de l'information sur les opérations réalisées sur ces titres;
- il dispose de ressources financières et humaines pour exercer cette fonction; nous soulignons qu'une partie de son personnel est déjà affectée à la surveillance de l'intégrité et de la diffusion en temps opportun des données qui lui sont déclarées au moyen de SEROM 2.0, ce qui inclut les titres de créance publics;
- il mettra gratuitement à la disposition de tous les participants au marché et des investisseurs de l'information complète sur les titres de créance publics;
- il dispose d'une structure de gouvernance appropriée et de politiques et procédures en matière de conflits d'intérêt;
- il est déjà assujetti aux dispositions applicables du Règlement 21-101 et respecte les conditions imposées par l'Autorité des marchés financiers au Québec et ses engagements à titre d'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés dans tous les autres territoires.

Le personnel des ACVM continuera d'exercer des activités de surveillance pour s'assurer qu'à titre d'agence de traitement de l'information pour les titres de créance privés et publics, l'OCRCM respecte ses obligations en vertu du Règlement 21-101 et les conditions qui lui ont été imposées²⁴ par les organismes de réglementation de chaque territoire.

²⁴ Ces conditions figureront dans une décision de désignation en Ontario, une décision de reconnaissance au Québec, et dans des engagements de l'agence de traitement de l'information dans tous les autres territoires.

APPENDICE 1

METHODE D'ÉTABLISSEMENT DES PLAFONDS DE VOLUME ET DÉLAIS PROPOSÉS POUR LES OPÉRATIONS SUR TITRES DE CRÉANCE PUBLICS

Objectif

Le présent appendice décrit l'analyse empirique effectuée par le groupe de travail afin d'établir des plafonds de volume et des délais appropriés pour les titres de créance publics. Le délai de publication est le moment entre l'exécution d'une opération et la publication de l'information sur celle-ci. Le plafond de volume consiste en un seuil de volume d'opérations au-delà duquel le champ du volume figurant dans le rapport est masqué.

Les plafonds de volume et les délais de publication atténuent les risques que présente la publication de l'information sur les opérations pour les participants au marché, en particulier le risque que d'autres personnes utilisent cette information dans le but d'augmenter les coûts pour le courtier liquidant une position prise dans une opération réalisée pour compte propre. Les risques éventuels sont plus graves lorsque l'opération est volumineuse par rapport à la taille normale d'une opération sur le titre ou que le volume des opérations sur le titre est faible. Si ces risques ne sont pas atténués, nous craignons que les courtiers soient dissuadés d'effectuer les opérations volumineuses, ce qui pourrait réduire la liquidité du marché.

Dans l'analyse ci-dessous, nous établissons des mesures quantitatives permettant de déterminer ce qui suit :

- ce qui constitue une opération volumineuse;
- l'ampleur du volume quotidien des opérations par rapport à une opération importante afin de fixer des plafonds de volume et des délais de publication appropriés pour les différents types de titres de créance publics.

Principes

Pour tirer de l'analyse une proposition de plafonds de volume et de délais de publication, nous avons appliqué les principes suivants :

- principe 1 : concilier les avantages d'une plus grande transparence avec le risque pour la liquidité;
- principe 2 : les plafonds de volume et les délais de publication devraient correspondre à ceux des sources existantes d'information après les opérations;
- principe 3 : la proposition devrait être simple à mettre à œuvre et à comprendre, et être définie en fonction des caractéristiques des différents types de titres de créance publics.

Le principe 1 suppose que les plafonds de volume et les délais de publication devraient être fixés de façon à ne pas présenter de risque pour la liquidité du marché. En particulier, les plafonds de volume ne devraient pas être beaucoup plus élevés qu'une opération « volumineuse » et les délais de publication correspondants devraient tenir compte du temps dont les participants au marché ont raisonnablement besoin pour gérer leur portefeuille.

Le principe 2 implique que les plafonds de volume et les délais de publication devraient être conformes à ceux des sources existantes. À l'heure actuelle, le SIPTAR rend publiques les données après les opérations d'un sous-ensemble de titres de créance canadiens à la fin de la journée selon des plafonds de volume de 2 millions de dollars; l'information est différée de 14 jours lorsqu'une seule opération par jour est effectuée sur un titre particulier. En ce qui concerne les titres de créance privés canadiens, on peut obtenir l'information après les opérations auprès de l'OCRCVM dans un délai de deux jours et sous réserve de plafonds de volume de 2 millions de dollars pour les titres de créance privés de qualité supérieure et de 0,2 million de dollars pour les autres titres de créance privés. Dans l'ensemble, l'information relative à la plupart des titres de créance est généralement déjà disponible sous réserve d'un plafond de 2 millions de dollars et dans un délai de publication d'environ un jour. Les titres de créance publics se rapprochent davantage des titres de créance privés de qualité supérieure que des autres titres de créance privés. Par conséquent, nous appliquerons des plafonds de volume supérieurs ou égaux à 2 millions de dollars et un délai de publication correspondant au lendemain de l'opération, à 17 h HE.

Le principe 3 suppose que les obligations devraient parvenir à un juste milieu entre, d'une part, une définition trop large des groupes de titres de créance publics et, d'autre part, une définition trop étroite d'un sous-ensemble de titres similaires. Si les catégories étaient définies trop largement, nous pourrions passer à côté de différences fondamentales entre les titres et ainsi exposer certains titres de créance peu négociés à des risques ou traiter ceux négociés fréquemment de manière trop prudente. En revanche, si les catégories étaient définies de façon trop étroite ou modifiées trop souvent, les participants au marché utilisant les données fournies pourraient être confrontés à un certain degré de complexité opérationnelle. Nous estimons que les groupes présentés dans le Tableau 1 sont appropriés, compte tenu du principe 3.

Tableau 1 – Exigences soumises à consultation. Le tableau présente les groupes de titres de créance sous chacun des plafonds de volume proposés. Un délai de publication correspondant au lendemain de l'opération (17 h HE) est proposé pour tous les titres de créance. Les obligations nominales du gouvernement du Canada (GC) sont divisées par le nombre d'années jusqu'à leur échéance : inférieur ou égal à 10 ans (≤ 10 ans) et supérieur à 10 ans (> 10 ans).

10 millions \$	5 millions \$	2 millions \$
Bons du Trésor du gouvernement du Canada (bons du Trésor du GC)	Obligations du gouvernement du Canada à rendement nominal à échéance de plus de 10 ans (obligations du GC >10 ans) ²⁵	Tous les titres de créance provinciaux, dont les obligations à rendement réel (ORR), les coupons détachés et les obligations résiduelles
Obligations du gouvernement du Canada à rendement nominal à échéance de 10 ans ou moins (obligations du GC ≤ 10)		Tous les titres de créance municipaux
Toutes les obligations hypothécaires du Canada		Obligations à rendement réel du gouvernement du Canada Coupons détachés et obligations résiduelles du gouvernement du Canada Toutes les obligations d'organismes gouvernementaux fédéraux et provinciaux autres que les obligations hypothécaires du Canada

Données

Pour effectuer notre analyse, nous utilisons des données de SEROM 2.0 qui ont été recueillies par l'OCRCVM de janvier 2016 à la mi-juin 2017²⁶. Ces données comprennent toutes les opérations sur titres de créance publics auxquelles au moins un courtier membre de l'OCRCVM (appelés « courtiers » par la suite par souci de concision) est une contrepartie. On y trouve les éléments suivants : le numéro international d'identification des valeurs mobilières (**ISIN**) servant à identifier le titre; le cours; la quantité; l'horodatage; les identifiants pour les opérations

²⁵ Les obligations nominales du GC dont l'échéance est de moins de 11 ans à l'émission seront assujetties au plafond de 10 millions de dollars afin d'englober les titres de créance qui tombent sous le seuil des 10 ans relativement peu de temps après leur émission.

²⁶ Les données de SEROM 2.0 sont recueillies par l'OCRCVM en vertu de la Règle 2800C des courtiers membres de l'OCRCVM et contiennent les opérations sur titres de créance déclarées par les courtiers membres. Jusqu'au 1^{er} novembre 2016, seuls les courtiers en titres de créance publics déclaraient leurs opérations.

courtier-client et courtier-courtier; les identifiants pour l'achat ou la vente par le courtier déclarant; un identifiant indiquant si le courtier effectuait l'opération avec un client individuel.

Nous enrichissons l'ensemble de données pour y inclure des catégories de titres de créance (par exemple, les titres de créance provinciaux et municipaux) en nous servant des données du SIPTAR et de Thomson Reuters DataScope²⁷. Nous utilisons par défaut la classification du SIPTAR et, en l'absence de classification dans celui-ci, nous nous en remettons à Thomson Reuters. Il est à noter que nous ne sommes pas en mesure de classer tous les types de titres de créance publics. Par exemple, à notre connaissance, aucune source de données ne caractérise les organismes gouvernementaux. Dans le Tableau 1, la catégorie *Toutes les obligations d'organismes gouvernementaux fédéraux et provinciaux autres que les obligations hypothécaires du Canada* comprend les titres de créance publics que nous ne pouvons classer d'emblée. Ci-dessous, nous sélectionnons un sous-ensemble de cette catégorie, soit *Obligations de sociétés d'État fédérales (sauf les obligations hypothécaires du Canada)*, afin de présenter une analyse partielle.

Détermination des opérations volumineuses

Nous déterminons la taille d'une opération volumineuse afin d'appliquer les plafonds de volume de titres. Les courtiers ont davantage de difficulté à gérer le portefeuille à la suite d'opérations volumineuses imprévues. Nous excluons les opérations de clients individuels et celles de la taille de telles opérations pour calculer la taille des opérations volumineuses, soit celles désignées comme des opérations individuelles ou portant sur une valeur nominale de moins de 100 000 \$, puisqu'elles n'ont pas d'incidence importante sur les pratiques de négociation des courtiers et peuvent fausser les résultats de l'analyse. Une opération volumineuse sur un titre de créance donné est définie comme une opération dont la taille se situe dans le 75^e percentile des opérations courtier-client de notre échantillon²⁸.

Volume des opérations

Nous analysons la relation entre les opérations volumineuses et la possibilité pour un courtier de négocier une quantité similaire afin de gérer les titres en portefeuille et, par conséquent, d'établir le délai de publication et les plafonds de volume pour la déclaration. Il peut être difficile de gérer le portefeuille après une opération volumineuse lorsque celle-ci représente une fraction considérable du volume quotidien total des opérations. Pour chaque titre de créance, nous calculons le ratio d'une opération courtier-client volumineuse sur le volume quotidien moyen des opérations. Cette statistique est utile pour repérer les titres de créance pour lesquels le volume des opérations est plutôt faible comparativement aux opérations volumineuses, situation où des plafonds de volume moins élevés pourraient être justifiés.

²⁷ Les deux ensembles de données sont offerts sur le marché.

²⁸ Nous avons également effectué une analyse distincte pour les opérations d'achat et de vente. Les résultats n'ont pas différés de manière importante.

Résultats

Le Tableau 2 présente les résultats des mesures décrites ci-dessus. Les quatre colonnes indiquent, dans l'ordre, la catégorie, la taille des opérations volumineuses, le volume quotidien moyen, le ratio opération volumineuse/volume quotidien moyen, et le nombre de numéros ISIN dans une catégorie donnée.

Les catégories dans lesquelles la taille des opérations volumineuses est la plus grande comprennent les catégories *Bons du Trésor du GC*, *Obligations nominales du GC (<=10 ans)* et *Toutes les obligations hypothécaires du Canada*. Dans chaque cas, l'opération volumineuse est supérieure à 10 millions de dollars ou très près de ce montant, et le ratio opération volumineuse/volume quotidien moyen est plutôt faible. La taille d'une opération volumineuse sur *Bons du Trésor du GC* s'établit autour de 9,5 millions de dollars, mais l'échéance de ces titres est habituellement courte, le volume négocié est élevé comparativement aux autres titres et ils présentent un risque de durée faible. Comme l'ensemble de ces résultats révèle que ces titres de créance font l'objet d'opérations relativement volumineuses et sont très liquides, nous proposons un plafond de volume de 10 millions de dollars. Dans la catégorie *Obligations de sociétés d'État fédérales (sauf les obligations hypothécaires du Canada)*, les opérations sont aussi relativement volumineuses, mais nous remarquons que le volume quotidien moyen est très faible. Nous proposons donc de classer ces titres de créance dans la catégorie *Toutes les obligations d'organismes gouvernementaux fédéraux et provinciaux autres que les obligations hypothécaires du Canada* (voir le Tableau 1) et de fixer leur plafond à 2 millions de dollars.

Les *Obligations nominales du GC (>10 ans)* sont au nombre des titres de créance faisant l'objet d'opérations volumineuses de taille moyenne. Une opération d'environ 7,5 millions de dollars sur ces titres est volumineuse, et le ratio opération volumineuse/volume quotidien moyen est relativement faible, ce qui indique une forte liquidité. Par conséquent, nous proposons un plafond de 5 millions de dollars pour ces titres.

Les catégories dans lesquelles la taille des opérations volumineuses est la plus faible sont *ORR du GC*, *Coupons détachés et obligations résiduelles du GC*, *Toutes les obligations nominales provinciales*, *ORR de gouvernements provinciaux*, *Coupons détachés et obligations résiduelles de gouvernements provinciaux* et *Toutes les obligations municipales*. Nous proposons pour ces titres de créance le plafond de volume le plus bas envisagé, soit 2 millions de dollars, puisqu'ils ressemblent grandement aux obligations de société de qualité supérieure (principe 2). De plus, comme la taille des opérations sur ces titres est généralement plus petite, elles sont moins susceptibles d'entraîner un risque important dans les pratiques de négociation du courtier. On notera que le volume des opérations sur titres de créance municipaux est très faible, vraisemblablement parce qu'il existe un grand nombre de titres de créance de petites municipalités non notés et rarement échangés. Ceux des municipalités canadiennes plus grandes sont habituellement notés de qualité supérieure et négociés beaucoup plus fréquemment.

Tableau 2 – Résultats. Le tableau présente les statistiques relatives à chaque catégorie d'obligations. La colonne « Opération volumineuse » correspond au 75^e percentile des opérations courtier-client en millions de dollars de valeur nominale, la colonne « Volume quotidien moyen » correspond au volume moyen par obligation, en millions de dollars de valeur nominale par jour, la colonne « Opération volumineuse/volume quotidien moyen » correspond au ratio opération volumineuse/volume quotidien moyen, et la colonne « Nombre de numéros ISIN » correspond au nombre de titres dans la catégorie. La durée jusqu'à l'échéance correspond aux nombre d'années avant l'échéance.

	Opération volumineuse	Volume quotidien moyen	Opération volumineuse/volume quotidien moyen	Nombre de numéros ISIN
Bons du Trésor du GC	9,38	242,39	0,04	89
Obligations nominales du GC (<=10 ans, à l'échéance)	25,00	681,98	0,04	47
Obligations nominales du GC (>10 ans, à l'échéance)	7,69	267,69	0,03	11
ORR du GC	4,50	14,97	0,30	7
Coupons détachés et obligations résiduelles du GC	1,00	0,13	7,69	138
Toutes les obligations hypothécaires du Canada	15,00	26,56	0,56	94
Obligations de sociétés d'État fédérales (sauf les obligations hypothécaires du Canada) ²⁹	10,25	0,89	11,52	311
Toutes les obligations nominales provinciales ³⁰	5,00	8,57	0,58	1706
ORR de gouvernements provinciaux ³¹	2,65	0,38	6,97	7
Coupons détachés et obligations résiduelles de gouvernements provinciaux	3,00	0,08	37,50	1738
Toutes obligations municipales ³²	1,35	0,02	67,50	5512

²⁹ Les autres obligations de sociétés d'État fédérales n'englobent pas toutes les obligations de sociétés d'État. Cette catégorie comprend les obligations émises par Postes Canada, l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, Exportation et développement Canada et PSP Capital Inc. Dans le Tableau 1, les autres obligations de sociétés d'État fédérales se classeraient dans la catégorie *Toutes les obligations d'organismes gouvernementaux fédéraux et provinciaux autres que les obligations hypothécaires du Canada*.

³⁰ Les obligations nominales provinciales comprennent les obligations nominales émises par des provinces canadiennes, mais excluent celles des organismes provinciaux.

³¹ Les ORR de gouvernements provinciaux comprennent des obligations à rendement réel émises par des provinces canadiennes.

³² Les obligations municipales comprennent les obligations émises par les municipalités ainsi que par certains organismes municipaux, comme les sociétés de transport.

APPENDICE 2

CHAMPS DE DONNÉES CONTENANT L'INFORMATION SUR LES TITRES DE CRÉANCE PUBLICS DONT LA DIFFUSION PAR L'OCRCVM EN TANT QU'AGENCE DE TRAITEMENT DE L'INFORMATION EST PROPOSÉE

Les champs de données ci-dessous seront rendus publics par l'OCRCVM en tant qu'agence de traitement de l'information. Ils s'appliquent aux titres de créance publics assujettis aux règles de transparence.

I. Données sommaires sur chaque obligation

1. Numéro CUSIP et (ou) ISIN, s'ils sont connus
2. Nom de l'émetteur
3. Type d'obligation (nouveau)
4. Date d'émission initiale (nouveau)
5. Date d'échéance
6. Coupon
7. Dernier cours négocié
8. Rendement applicable à la dernière opération
9. Nombre total d'opérations effectuées (en date de la dernière opération)
10. Date de la dernière opération
11. Cours négocié le plus élevé à la date de la dernière opération
12. Cours négocié le plus bas à la date de la dernière opération

II. Données sur chaque opération

1. Numéro CUSIP et (ou) ISIN, s'ils sont connus
2. Nom de l'émetteur
3. Date d'échéance
4. Coupon
5. Date d'exécution
6. Heure d'exécution
7. Date de règlement
8. Type (nouvelle opération, annulation ou correction)
9. Volume (sous réserve des plafonds de volume)
10. Cours
11. Rendement
12. Type de compte (investisseur individuel (« de détail ») ou institutionnel)
13. Indication d'enregistrement d'une commission (réponse « oui » ou « non »)

RÈGLEMENT MODIFIANT LE RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

Loi sur les valeurs mobilières
(chapitre V-1.1, a. 331.1, par. 1°, 3°, 8°, 32°, 32.0.1° et 34°)

1. L'article 1.1 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (chapitre V-1.1, r. 5) est modifié par le remplacement de la définition de l'expression « agence de traitement de l'information » par la suivante :

« agence de traitement de l'information » : la personne qui reçoit et fournit des informations conformément au présent règlement, qui a déposé le formulaire prévu à l'Annexe 21-101A5 et qui remplit les conditions suivantes :

a) en Ontario et en Saskatchewan, elle est une agence de traitement de l'information désignée;

b) au Québec, elle est une agence de traitement de l'information reconnue; ».

2. L'intitulé de la partie 8 de ce règlement est remplacé par le suivant :

« LES RÈGLES DE TRANSPARENCE DE L'INFORMATION POUR LES PERSONNES NÉGOCIANT DES TITRES DE CRÉANCE NON COTÉS ».

3. L'article 8.1 de ce règlement est modifié :

1° par l'abrogation du paragraphe 3;

2° par le remplacement du paragraphe 5 par le suivant :

« 5) Toute personne fournit à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur chaque opération sur titres de créance publics qu'elle a elle-même effectuée ou qui l'a été par son entremise, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information. ».

4. L'article 8.2 de ce règlement est modifié :

1° par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« 1) Le marché qui affiche à l'intention d'une personne des ordres portant sur des titres de créance privés fournit à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur les ordres portant sur les titres de créance privés affichés par le marché, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information. »;

2° par le remplacement du paragraphe 3 par le suivant :

« 3) Toute personne fournit à une agence de traitement de l'information des informations exactes et à jour sur chaque opération sur titres de créance privés qu'elle a elle-même effectuée ou qui l'a été par son entremise, selon les exigences de l'agence de traitement de l'information. »;

3° par l'abrogation des paragraphes 4 et 5.

5. L'article 8.3 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « en temps réel une liste consolidée exacte » par les mots « de l'information consolidée exacte ».

6. L'article 8.4 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « Le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations ou le courtier assujetti » par les mots « Toute personne assujettie » et des mots « il est tenu » par les mots « elle est tenue ».

7. L'article 8.6 de ce règlement est abrogé.

- 8.** L'article 14.4 de ce règlement est modifié :
- 1° par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :
- « 1) L'agence de traitement de l'information pour les titres cotés conclut avec chaque marché qui est tenu de lui fournir des informations une entente :
- a) obligeant le marché à se conformer à la partie 7;
- b) prévoyant que le marché se conformera aux exigences fixées par l'agence de traitement de l'information. »;
- 2° par le remplacement, dans le paragraphe 4, des mots « le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations ou le courtier qui est tenu » par les mots « la personne qui est tenue »;
- 3° par l'abrogation des paragraphes 8 et 9.
- 9.** L'article 14.5 de ce règlement est modifié, dans le sous-paragraphe *ii* du paragraphe *d*, par le remplacement des mots « l'année civile » par les mots « son exercice ».
- 10.** L'article 14.7 de ce règlement est modifié par le remplacement des mots « le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations ou le courtier » par le mot « celle ».
- 11.** L'article 14.8 de ce règlement est modifié par le remplacement du paragraphe *b* par le suivant :
- « *b*) dans le cas d'une agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics ou les titres de créance privés :
- i*) les marchés qui sont tenus de lui déclarer des informations sur les ordres portant sur les titres de créance publics ou les titres de créance privés, selon le cas;
- ii*) les intermédiaires entre courtiers sur obligations qui sont tenus de lui déclarer des informations sur les ordres portant sur les titres de créance publics;
- iii*) les catégories de personnes qui sont tenues de lui déclarer des informations sur les ordres portant sur les titres de créance publics ou les titres de créance privés, selon le cas;
- iv*) le moment où une personne est tenue de lui déclarer les opérations sur chaque titre de créance public ou titre de créance privé, selon le cas;
- v*) le moment où elle diffusera l'information qui lui a été transmise;
- vi*) le plafond sur le volume affiché des opérations pour chaque titre de créance public ou titre de créance privé, selon le cas; ».
- 12.** Le présent règlement entre en vigueur le (*insérer ici la date d'entrée en vigueur du présent règlement*).

**MODIFICATION DE L'INSTRUCTION GÉNÉRALE RELATIVE AU
RÈGLEMENT 21-101 SUR LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ**

1. L'article 10.1 de l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* est modifié :

1° par le remplacement du paragraphe 1 par le suivant :

« 1) Les articles 8.1 et 8.2 du règlement prévoient les règles de transparence avant et après les opérations relativement aux titres de créance non cotés. Sous réserve de l'approbation des autorités en valeurs mobilières du Canada abordée ci-après, l'agence de traitement de l'information établit les règles de déclaration détaillées, comme l'indication de la personne qui doit déclarer les informations, les délais de déclaration, les délais de publication de l'information et les plafonds sur le volume affiché, lesquelles règles peuvent différer selon qu'il s'agit de titres de créance publics ou de titres de créance privés. Elle est aussi tenue de rendre publics les règles de déclaration, les échéances, les délais de diffusion et les plafonds de volume. »;

2° par l'abrogation des paragraphes 2 à 8;

3° par le remplacement du paragraphe 9 par le suivant :

« 9) L'agence de traitement de l'information peut proposer des modifications à ses règles de transparence en déposant une modification des informations fournies sur le formulaire prévu à l'Annexe 21-101A5 auprès des autorités en valeurs mobilières du Canada, conformément au paragraphe 1 de l'article 14.2 du règlement. Les autorités en valeurs mobilières du Canada examineront la modification proposée pour s'assurer qu'elle n'est pas contraire à l'intérêt public, préserver l'équité et garantir un juste équilibre entre les règles de transparence et la qualité du marché (en termes de liquidité et d'efficacité) dans chaque secteur du marché. Tant les règles de transparence initiales que les modifications proposées seront, par voie d'avis, soumis à la consultation des participants avant que les autorités en valeurs mobilières du Canada ne les approuvent. ».

2. Les articles 10.2 et 10.3 de cette instruction générale sont abrogés.

3. L'article 16.1 de cette instruction générale est modifié par le remplacement, dans le paragraphe 2, des mots « tous les marchés, intermédiaires entre courtiers sur obligations et courtiers qui sont tenus » par les mots « toutes les personnes qui sont tenues » et des mots « d'aucun marché, intermédiaire entre courtiers sur obligations ou courtier » par les mots « d'aucune personne ».

4. L'article 16.2 de cette instruction générale est modifié par l'insertion, dans le paragraphe 1 et après les mots « par l'autorité en valeurs mobilières », des mots « et, en Ontario et en Saskatchewan, que si elle est désignée comme telle par l'autorité en valeurs mobilières ».

5. L'article 16.3 de cette instruction générale est modifié :

1° par le remplacement, dans le paragraphe *c*, des mots « marchés, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux courtiers » par le mot « personnes »;

2° par le remplacement du paragraphe *k* par le suivant :

« *k*) dans le cas d'une agence de traitement de l'information pour les titres de créance publics ou les titres de créance privés, les changements touchant les règles de transparence de l'information visées au paragraphe *b* de l'article 14.8 du règlement. ».

Draft Regulation

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, pars. (1), (3), (8), (32), (32.0.1) and (34), and s. 331.2)

Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation

Notice is hereby given by the *Autorité des marchés financiers* (the "Authority") that, in accordance with section 331.2 of the *Securities Act*, chapter V-1.1, the following Regulation, the text of which is published hereunder, may be made by the Authority and subsequently submitted to the Minister of Finance for approval, with or without amendment, after 97 days have elapsed since its publication in the Bulletin of the Authority:

- *Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation.*

Draft Amendments to *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* are also published hereunder.

Request for comment

Comments regarding the above may be made in writing by **August 29, 2018**, to the following:

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

Further information

Further information is available from:

Maxime Lévesque
Analyste, Direction des bourses et des OAR
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, ext. 4324
Toll-free: 1 877 525-0337
maxime.levesque@lautorite.qc.ca

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

May 24, 2018

CSA Staff Notice and Request for Comment 21-323
Proposal for Mandatory Post-Trade Transparency of Trades in Government Debt Securities, and Expanded Transparency of Trades in Corporate Debt Securities
Draft Regulation to amend Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation
Draft Amendments to Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation

May 24, 2018

Introduction

Staff (we) of the Canadian Securities Administrators (CSA) are publishing for comment amendments to *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (**Regulation 21-101**) and the related *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* (**Policy Statement 21-101**) (together the **Proposed Amendments**).

The text of the Proposed Amendments is published with this Notice and is also available on websites of CSA jurisdictions, including:

www.lautorite.qc.ca
www.albertasecurities.com
www.bcsc.bc.ca
www.fcnb.ca
nssc.novascotia.ca
www.osc.gov.on.ca
www.fcaa.gov.sk.ca
www.msc.gov.mb.ca

Substance and purpose

The purpose of this notice is to request comments on the Proposed Amendments. The Proposed Amendments would implement:

- a proposed framework for mandatory post-trade transparency of trades in government debt securities¹ (**Proposed Government Debt Framework**).
- a proposal to expand the framework for mandatory post-trade transparency of trades in corporate debt securities (**Expanded Corporate Debt Proposal**).

¹ "Government debt security" is defined in section 1.1 of *Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* and includes debt securities issued or guaranteed by the government of Canada, a province or territory, a Canadian municipality or crown corporation.

We anticipate implementing both the Proposed Government Debt Framework and the Expanded Corporate Debt Proposal in phases, with the first phase commencing on April 1, 2019. Our objective is to achieve uniform post-trade transparency of trades in government and corporate debt securities by December 31, 2019.

To develop the Proposed Government Debt Framework, we formed a working group (**Working Group**) with staff of the Bank of Canada (**BoC**), the Department of Finance Canada (**Finance**) and Investment Industry Regulatory Organization of Canada (**IIROC**). We thank them for their participation and for sharing their knowledge and expertise.

Summary of the Proposed Amendments

The Proposed Amendments will introduce mandatory post-trade transparency requirements for government debt securities and expand transparency requirements for corporate debt securities as described below.

(a) *Government debt securities*

Section 8.1 of Regulation 21-101 currently requires marketplaces and interdealer bond brokers (**IDBBs**) trading government debt securities to provide order and trade information to an information processor (**IP**), as required by the IP. Section 8.6 of Regulation 21-101, which provided a time-limited exemption from the government debt transparency requirements, has now expired. Despite the expiry of the exemption, because no requirements have been set by an IP, there is no mandatory government debt transparency in place.²

The Proposed Government Debt Framework, if adopted, will be established by the Proposed Amendments and the appointment of an IP for government debt securities, and will be implemented through requirements set by the IP.

The Proposed Amendments change the existing provisions of Regulation 21-101 to require a person that executes trades in government debt securities to provide information regarding trades in these securities to an IP. We also propose to require an IP for government debt securities to disseminate post-trade information about such trades. As a result, mandatory post-trade transparency of trades in government debt securities will apply to entities beyond IDBBs and marketplaces. The IP, with the approval of the CSA, will identify the persons required to report details of trades in government debt securities and the model for reporting and disseminating such information (including the publication delay and volume caps). Initially, we propose that the IP disseminate information regarding trades in government debt securities executed by dealers, marketplaces, IDBBs and banks listed in Schedule I, II or III of the *Bank Act* (Canada) (**Banks**).

The Proposed Government Debt Framework is described in Annex A.

² CSA Staff Notice 21-320 *Update: Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation and Related Policy Statement— Dealing with Government Debt Transparency.*

(b) Corporate debt securities

Section 8.2 of Regulation 21-101 requires marketplaces, IDBBs and dealers to provide information about orders and trades for designated corporate debt securities to an IP, as required by the IP. IIROC has been the IP for corporate debt securities since July 4, 2016 and is currently disseminating post-trade information regarding trades in corporate debt securities.³

The Expanded Corporate Debt Proposal, if adopted, will be established by the Proposed Amendments and implemented through requirements set by the IP.

The Proposed Amendments expand the existing corporate debt transparency provisions to require a person that executes trades in corporate debt securities to provide information regarding trades in these securities to an IP. As a result, mandatory post-trade transparency of trades in corporate debt securities will apply to entities beyond dealers, marketplaces and IDBBs. As with the Proposed Government Debt Framework, the IP will identify the persons required to report details of trades in corporate debt securities with the approval of the CSA. The IP will disseminate information regarding trades in corporate debt securities executed by dealers, marketplaces, IDBBs and Banks.

(c) Other amendments for both government and corporate debt securities

To further align the transparency regimes, we propose to make a number of other related amendments to Regulation 21-101 and Policy Statement 21-101. These include:

- amending the requirement that the IPs for unlisted debt securities produce a real-time consolidated feed showing order and trade information to a requirement to produce consolidated information about trades, consistent with the current approach for corporate debt securities;
- amending the transparency requirement to report order and trade information in corporate debt securities that are designated by an IP to be a requirement to report details of all trades of corporate debt securities, consistent with the current approach of the IP for corporate debt securities; and
- removing descriptions of volume caps and other operational details from Policy Statement 21-101, as these will be set by the IP and approved by the CSA.

(d) IIROC as the information processor

We propose that IIROC expand its mandate as IP to include government debt securities in addition to corporate debt securities.

As the IP for corporate debt securities, IIROC has been providing transparency to the public regarding all trades in corporate debt securities since July 4, 2016. We set out the benefits of

³ Prior to July 4, 2016, CanPX had been the IP for corporate debt securities.

extending IIROC's role as IP for corporate debt securities to government debt securities in Annex A below.

In addition, CSA staff will continue to conduct oversight activities to ensure that IIROC complies with its regulatory requirements as the IP for corporate and government debt securities in Canada.

Annex

- A. Framework for the Regulation and Transparency of the Government Debt Market, Description of the Expanded Corporate Debt Proposal and of the Proposed Amendments.

Local matters

Certain jurisdictions are publishing other information required by local securities legislation in an annex.

Deadline for comments

Please submit your comments to the Proposed Amendments, in writing, on or before August 29, 2018. If you are not sending your comments by email, please send a CD containing the submissions (in Microsoft Word format).

Where to send your comments

Address your submissions to all of the CSA jurisdictions, as follows:

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

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

Me Anne-Marie Beaudoin
 Corporate Secretary
 Autorité des marchés financiers
 800, rue du Square-Victoria, 22^e étage,
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal, Québec H4Z 1G3
 Fax : 514-864-6318
consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

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

Comments received will be publicly available

Please note that we cannot keep submissions confidential because securities legislation in certain provinces requires publication of a summary of the written comments received during the comment period. In this context, you should be aware that some information which is personal to you, such as your email and address, may appear on certain CSA web sites. It is important that you state on whose behalf you are making the submissions.

All comments will be posted on the Ontario Securities Commission web site at www.osc.gov.on.ca and on the Autorité des marchés financiers web site at www.lautorite.qc.ca.

Questions

Questions may be referred to:

Maxime Lévesque
 Analyste, Direction des bourses et des OAR
 Autorité des marchés financiers
maxime.levesque@lautorite.qc.ca

Lucie Prince
 Analyste, Direction des bourses et des OAR
 Autorité des marchés financiers
lucie.prince@lautorite.qc.ca

Alina Bazavan
 Senior Analyst, Market Regulation
 Ontario Securities Commission
abazavan@osc.gov.on.ca

Tracey Stern
 Manager, Market Regulation
 Ontario Securities Commission
tstern@osc.gov.on.ca

Timothy Baikie
 Senior Legal Counsel, Market Regulation
 Ontario Securities Commission
tbaikie@osc.gov.on.ca

Paul Redman
 Chief Economist, Strategy and Operations
 Ontario Securities Commission
predman@osc.gov.on.ca

Kevin Yang
Senior Research Analyst, Strategy and Operations
Ontario Securities Commission
kyang@osc.gov.on.ca

Ami Iaria
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
aiaria@bcsc.bc.ca

Michael Brady
Senior Legal Counsel
British Columbia Securities Commission
mbrady@bcsc.bc.ca

ANNEX A

FRAMEWORK FOR THE REGULATION AND TRANSPARENCY OF THE GOVERNMENT DEBT MARKET, DESCRIPTION OF THE EXPANDED CORPORATE DEBT PROPOSAL AND OF THE PROPOSED AMENDMENTS

I. Introduction

Transparency of the debt markets is an important element of fair and efficient capital markets. In addition, transparency also supports investor protection by facilitating investors' ability to make informed trading decisions.

II. Transparency of trades in the government debt market

1. Overview of the secondary trading of government debt securities

Secondary trading in government debt securities is decentralized, with most of the trading activity taking place over-the-counter (OTC) with dealers trading as "principal" with their clients and being compensated through the bid-offer spread, or the difference between the purchase and sale price.

In December, 2017, the market for corporate and government debt securities in Canada was approximately \$1.8 trillion in size by par value outstanding.⁴ While close to \$312 billion of debt securities were issued in the primary market and more than \$12 trillion traded in the secondary market in 2017, most of this activity was concentrated among a few large issuers and institutions.⁵ Government debt securities (federal, provincial and municipal) accounted for approximately 70% of the debt securities issued and outstanding domestically in 2017 and over 90% of the value traded.⁶ Direct retail participation in the primary and secondary debt markets is low and retail investors typically gain exposure to the debt markets by purchasing investment funds.⁷

2. Current transparency requirements relating to government debt securities

Section 8.1 of Regulation 21-101 sets out the transparency requirements for government debt securities. Specifically, marketplaces and IDBBs are required to report order and trade information to an IP (as required by the IP). Currently, there is no IP for government debt securities and, as such, no requirements to report.

While post-trade transparency of trades in government debt securities is not mandated at this time, information about trades in government debt securities is available from a limited number of sources (e.g., Canadian Depository for Securities provides subscribers with its Fixed Income Product Service (FIPS) and CanPX provides vendors with data from IDBBs). This information is

⁴ Government of Canada Statistics, "CANSIM Table 176-0071, Bonds outstanding, shown at par value, by currency of payments and issuers, Bank of Canada".

⁵ Government of Canada Statistics, "CANSIM Table 176-0034 Gross new issues, retirements and net new issues, par value, Bank of Canada" and IIROC, "Bond Market Secondary trading".

⁶ *Supra*, notes 5 and 6.

⁷ Ontario Securities Commission, *The Canadian Fixed Income Market* (2014).

generally available to large dealers and institutional investors that have the financial means to afford such data.

Recognizing the limited availability of affordable post-trade information about trades in government debt securities that can be accessed by retail and small institutional investors, and considering global developments, we think it is appropriate to propose mandatory post-trade transparency for such trades. We view the transparency of trades in government debt securities as an important element of fair and efficient debt markets. Mandatory transparency also supports investor protection by facilitating investors' ability to make informed trading decisions.

3. Principles underlying the Proposed Government Debt Framework

In developing the Proposed Government Debt Framework, we considered the market structure attributes of liquidity, immediacy, transparency, price discovery, fairness and market integrity.⁸ We believe that by introducing mandated post-trade transparency, the Proposed Government Debt Framework supports these attributes and recognizes the need to balance the benefits of greater transparency with the potential detrimental impact on liquidity.

When we refer to post-trade transparency, we refer to the ability of all market participants to access publicly available information about executed transactions. Specifically, post-trade transparency refers to the public dissemination of information about completed transactions, including price and volume.

Some regulators and academic articles⁹ support the argument that increased transparency of debt trading fosters the price discovery process and enhances market liquidity and efficiency. Transparency can reduce the opportunities for informed participants to take advantage of less-informed participants. Access to more information about the trading taking place in the debt markets may result in less-informed participants (such as retail and small- and medium-size institutional investors) becoming more confident in their ability to make informed trading decisions. Subsequently, increased transparency may make the debt market more attractive to new investors. Increased market liquidity may add to the dealers' ability to provide liquidity to the markets by reducing their market-making costs.^{10,11}

As we noted above, currently there is limited transparency of trades in government debt securities and the cost to access such transparency may not be affordable for all market participants. This lack of accessibility to information about trades in government debt securities makes it difficult for investors to assess whether they received a fair price in a transaction for a

⁸ These characteristics were outlined in the 1997 TSE *Report of the Special Committee on Market Fragmentation: Responding to the Challenge*, and subsequently in a report titled *Ideal Attributes of a Marketplace* authored by Erik Kirzner and published in June 2006.

⁹ Hendrik Bessembinder et al., *Market Transparency, liquidity externalities, and institutional trading costs in corporate bonds*, *Journal of Financial Economics* 82(2), 251-288 (2006); Amy K. Edwards et al., *Corporate bond market transparency costs and transparency*, *The Journal of Finance* 62(3), 1421-1451 (2007); Michael A. Goldstein, Edith S. Hotchkiss, & Erik R. Sirri, *Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds*, *Review of Financial Studies*, 20(2): 235-73 (2007).

¹⁰ Tran-Minh Vu: *Transparency in the Canadian Fixed Income Market: Opportunities and Constraints*.

¹¹ Increased customer participation could help dealers to manage part of their inventory risk by increasing the frequency of their trading with their own customers.

government debt security, which can impact their perception of the market's fairness and integrity.

Despite this, some have argued that too much transparency may harm liquidity. In particular, real-time post-trade transparency may negatively impact the liquidity of a debt instrument if prices move against a dealer when it attempts to offset positions taken in a debt instrument following a trade with a client, which may occur if this debt instrument is not liquid enough (e.g. trades less frequently). Their view is that any post-trade real-time transparency regime may lead the dealer to trade more on an agency basis (i.e. not take bonds into inventory) and reduce the dealer's willingness to make markets.

4. *Transparency and reporting requirements in other jurisdictions*

We are of the view that the Proposed Government Debt Framework is a step forward for Canadian markets. We note that there are other markets that have introduced, or will shortly introduce, transparency and/or reporting for regulatory purposes.

Transparency for all debt securities is mandated in the European Union, where MiFID II mandates pre- and post-trade transparency for all debt securities admitted to trading on trading venues.¹² Public dissemination was implemented on January 3, 2018.

Reporting of transactions in United States Treasury securities is also mandated in the United States through the Trade Reporting and Compliance Engine (**TRACE**) administered by the Financial Industry Regulatory Authority (**FINRA**), although information about these transactions is not currently publicly disseminated.¹³

5. *Proposed Government Debt Framework*

The Proposed Government Debt Framework, described below, was developed with the cooperation of staff of the BoC, Finance and IIROC. It is based on an analysis of Market Trade Reporting System 2.0 (**MTRS 2.0**) data,¹⁴ preliminary consultations with industry stakeholders and the existing transparency regime for corporate debt securities.

In developing the Proposed Government Debt Framework, our goal was to balance the desire for greater transparency, particularly for retail and small institutional investors, with the need to manage any potential negative effect of greater transparency on liquidity. We think that the Proposed Government Debt Framework achieves this balance by delaying the dissemination of information about trades and capping the disclosed volume of trades, thus allowing entities trading as principal to manage their inventory risk while providing useful information to investors.

The Proposed Government Debt Framework necessitates:

¹² Depending on the liquidity of the financial instrument subject to transparency requirements, there are pre-trade waivers and post-trade reporting deferrals available.

¹³ TRACE currently reports transactions in debt securities issued by certain government agencies.

¹⁴ MTRS 2.0 data contains information about transactions in all debt securities reported by IIROC Dealer Members.

- amending Regulation 21-101 to extend the requirements to any persons trading in government debt securities; and
- approving an IP for government debt securities¹⁵ and:
 - the list of persons to become subject to the transparency requirements for government debt trading, and
 - the model used by the IP for disseminating post-trade information, including the volume caps and dissemination delays.

Under the Proposed Government Debt Framework, the IP will publish details relating to each trade in a government debt security on a delayed basis with caps on reported volume, as described below. Pre-trade information will neither be collected nor disseminated at this time.

(i) Entities subject to reporting and transparency requirements

The Proposed Amendments require any person that executes transactions in government debt securities to report the details of orders and trades in these securities to an IP, as required by the IP. Specifically, the Proposed Government Debt Framework extends the transparency requirements, to any person that trades such securities. Dealers, IDBBs, marketplaces and Banks will be required to report details of their government debt transactions to the IP.

In proposing the expansion of reporting requirements, *we seek specific comment on the expansion to Banks, and, in particular, Schedule III banks.*

We note that if Schedule III banks are excluded, trades in government debt securities between a Schedule III bank and a dealer, IDBB, Schedule I or Schedule II bank would be within the scope of the transparency regime and would be reported by the Schedule III bank's counterparty.

Any future expansion of the list of persons subject to the transparency requirements will be proposed by the IP and be subject to CSA approval following public notice and comment.

(ii) Types of government debt securities that will be captured

Government debt securities include federal, provincial and municipal debt securities. Below is a list of government debt securities that would be subject to the Proposed Government Debt Framework:

- All Government of Canada Debt Securities including Government of Canada Bills, Government of Canada Nominal Bonds, Government of Canada Real Return Bonds (**RRBs**) and Government of Canada Strip Coupons and Residuals.
- All Canada Mortgage Bonds (**CMB**).
- All Provincial Debt Securities including RRBs, Strip Coupons and Residuals.
- All Municipal Debt Securities.

¹⁵ In Ontario, under new powers, the IP is designated by the Ontario Securities Commission, in Saskatchewan, by the Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan, and in Québec, it is recognized by the Autorité des marchés financiers.

- All Federal and Provincial Agency Bonds other than CMB.

(iii) Publication delays and volume caps

The publication delay is the time between when a trade occurs and when information about the trade is published. We note that concerns have been historically raised about the potential impact of transparency on liquidity and the willingness of dealers to provide liquidity if information about their transactions becomes immediately available.

To address this concern, the Proposed Government Debt Framework proposes to publish details of completed trades in government debt securities on T+1 (5:00 pm ET).¹⁶ In addition, the publication of trade details would not display the identity of the counterparties to a trade and would be subject to caps on the displayed volume. These caps would be determined by the liquidity characteristics of the type of bond.

The cap on the displayed volume (otherwise known as volume cap) is a threshold trade volume above which the volume field in the report is masked. Specifically, the volume caps are the maximum volume that would be displayed for a trade. For example, a trade of \$15 million CMB would appear as a trade for \$10 million+, and a trade of \$3 million in a municipal debt security would appear as a trade for \$2 million+. The volume cap protects persons that take on positions in government debt securities by masking the true volume that had been traded.

In determining the proposed volume caps, the Working Group examined data on trades in government debt securities reported to IIROC through MTRS 2.0 using the methodology described in Schedule 1 to this Annex.

Generally, shorter-term Government of Canada and Canada Mortgage Bonds are very liquid, while provincial and municipal debt securities are less liquid. The Working Group thinks it would be preferable to have a small number of volume cap groups, as this will be easier for the IP to administer and for investors to understand. We propose the following volume caps, based on the methodology described in Schedule 1:

¹⁶ Today, information on transactions in corporate debt securities is disseminated at midnight on T+2. IIROC, as the IP for corporate debt securities, is considering disseminating the information on T+1 (5:00 pm ET), consistent with the proposed dissemination of information on transactions on government debt securities.

\$10M	\$5M	\$2M
Government of Canada Bills (GoC Bills)	Government of Canada nominal bonds with over 10 years remaining to maturity ¹⁷ (GoC>10)	All provincial debt securities including RRBs, Strip Coupons and Residuals
Government of Canada nominal bonds with 10 or less years remaining to maturity (GoC <=10)		All municipal debt securities ¹⁸
		All other agency debt securities ¹⁹
All CMB		Government of Canada RRBs
		Government of Canada Strip Coupons and Residuals ²⁰

In developing the volume caps, in general, the Working Group considered the trading patterns of the least liquid securities in each group of securities. As a result, the caps could be larger for the most liquid debt securities in each group of securities, but the Working Group considered it important to have a limited number of groups so that it will be easier for investors and dealers to understand and to comply with the requirements. In our view, and based on some preliminary discussions with market participants,²¹ the proposed volume caps, together with the T+1 (5:00 pm ET) publication delay, should provide dealers with sufficient time to manage their inventory risk before publication.

The Working Group also discussed the application of increased transparency to government debt securities that are the least liquid, especially the RRBs and certain debt issued by smaller provinces and municipalities. The Working Group notes that information about debt transactions may facilitate banks' abilities to satisfy information requirements contained in the revised market risk framework²² developed by the Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). As a result, the Working Group is of the view that exempting certain classes of debt securities from post-trade transparency may reduce publicly available information on real and verifiable prices and unnecessarily increase banks' capital surcharges.

¹⁷ GoC bonds with less than 11 years to maturity at the time of issue will be subject to the \$10M cap to capture debt securities that become the 10-year benchmark relatively soon after issuance.

¹⁸ In Ontario, government debt securities include a debt security of any school board in Ontario or of a corporation established under section 248(1) of the *Education Act* (Ontario). In Québec, it includes a debt security of the Comité de gestion de la taxe scolaire de l'île de Montréal.

¹⁹ This group includes National Housing Act Mortgage Backed Securities (NHA MBS).

²⁰ Strip coupons and residuals are, respectively, the coupon and principal components of a debt security's cash flows that have been decomposed into distinct securities.

²¹ Canadian Fixed Income Forum, Investment Industry Association of Canada's Bond Committee, provincial issuers, Municipal Finance Authority of British Columbia and Canadian Bond Investors Association.

²² The revised market risk framework designates minimum standards that banks can use to apply customized risk models (**internal models**) to a given instrument to calculate their market risk capital requirements. For example, one standard for use of internal models is that risk factors must be based on real and verifiable prices that are subject to a minimum frequency requirement. Risk factors based on insufficiently frequent pricing information are deemed "non-modellable" and as such are subject to a more punitive capital surcharge.

We seek specific comments on whether the volume caps and the publication delays are appropriate, particularly for the most illiquid government debt securities such as those issued by municipalities, or those held by a small number of investors.

(iv) Trade details to be disseminated by the IP

The trade details are data fields that will be made publicly available by the IP. Schedule 2 to this Annex lists the details of trades that would be disseminated by the IP. These details are the same as what is currently disseminated for trades in corporate debt securities, with the addition of two data fields, specifically “Type of Bond” and “Original Issue Date”.

The “Type of Bond” field is important because, otherwise, the data would be misleading. Investors could easily confuse RRBs and strips and residuals with conventional government debt securities. These instruments are priced differently and have different liquidity and trading characteristics.

The “Original Issue Date” field is important, in that it allows users to distinguish newly issued debt securities from those that have the same maturity date, but were issued in the past. This is an important difference, as newly issued debt securities have significantly different trading characteristics from those that were issued in the past, even if they have the same maturity date. For example, investors are often interested in benchmark debt securities, rather than older bonds with the same maturity date.

The IP will publish the details of trades on its web site and they will be freely accessible. The initial requirements will be those set out in this notice (subject to modifications that may arise from the comment process). Any subsequent changes to the transparency regime will be made by the IP after consultation with the public and with the approval of the Canadian securities regulatory authorities.

III. Expanded Corporate Debt Proposal

The Expanded Corporate Debt Proposal will be introduced through the Proposed Amendments and implemented through the requirements set by the IP.

The Proposed Amendments expand the mandatory post-trade transparency of trades in corporate debt securities to any person that trades such securities, as required by the IP. Specifically, the Expanded Corporate Debt Proposal extends the reporting, and therefore the transparency requirements, to Banks. It is anticipated that Schedule I, II and III banks will be required to report details of their government debt transactions to the IP.

In proposing the expansion of reporting requirements, *we seek specific comment on the expansion to Banks, and, in particular, Schedule III banks.*

We note that if Schedule III banks are excluded, trades in corporate debt securities between a Schedule III bank and a dealer, IDBB, Schedule I or Schedule II bank would be within the scope of the Expanded Corporate Debt Proposal and would be reported by the Schedule III bank’s counterparty.

Currently, the IP disseminates information regarding trades in corporate debt securities at midnight on T+2. It is contemplated that IIROC, as the IP for corporate debt securities, would disseminate the information on T+1 (5:00 pm ET), consistent with the proposed dissemination of information regarding trades in government debt securities.

IV. Implementation of the Proposed Government Debt Framework and the Expanded Corporate Debt Proposal

As indicated above, the Proposed Amendments require persons that execute trades in government debt securities and corporate debt securities to provide details of such trades to an IP, as required by the IP for those securities. The reporting of trades in government debt securities will not create any additional burden for dealers because they are currently required to report trades in corporate debt securities to the IP (i.e. IIROC) under section 8.2 of Regulation 21-101.

However, for other persons, such as Banks, additional time may be necessary to implement the Proposed Government Debt Proposal and the Expanded Corporate Debt Proposal since the requirements are new. We therefore propose a phased implementation of the Proposed Government Debt Framework and the Expanded Corporate Debt Proposal, as follows:

- April 1, 2019 – the IP begins to disseminate post-trade information for trades in government debt securities executed by dealers that are currently subject to IIROC Dealer Member Rule 2800C, marketplaces and IDBBs in addition to disseminating the existing post-trade information for corporate debt securities;
- December 31, 2019 – the IP begins disseminating post-trade information for trades in corporate and government debt securities by Banks.

V. Amendments to Regulation 21-101

In order to implement the Proposed Government Debt Framework and Expanded Corporate Debt Proposal, amendments to Regulation 21-101 and Policy Statement 21-101 are required. The Proposed Amendments are published with this Notice.

The Proposed Amendments:

- remove the exemption from the requirement in section 8.1 of Regulation 21-101 that IDBBs and marketplaces report details of trades in all government debt securities to the IP for those securities, which has expired;
- require persons to provide information with respect to trades in corporate and government debt securities executed outside a marketplace to an IP, as required by the IP;
- amend the requirement that the IP for unlisted debt securities produce a real-time consolidated feed showing order and trade information to a requirement to produce consolidated information about trades, consistent with the current approach for corporate debt securities;

- remove the requirement to report information about orders and trades in corporate debt securities to an information vendor approved by a regulation services provider if there is no IP, as there will be an IP for all debt securities;
- amend the requirement in 14.5(d) that the IP provide the securities regulatory authorities with its independent systems review by the earlier of the 30th day after providing it to its board of directors or the 60th day after calendar year end to the earlier of the 30th day after providing it to its board or the 60th day after the IP's fiscal year end.
- amend section 14.8 of Regulation 21-101 to clarify the information that must be publicly disclosed by the IP for debt securities;
- remove descriptions of volume caps and other operational details of the Proposed Framework from Policy Statement 21-101, as these will be set by the IP and approved by the Canadian securities regulatory authorities; and
- amend the definition of IP to reflect the fact that in Ontario an IP is now designated by the Ontario Securities Commission and in Saskatchewan, by the Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan.

VI. Information processor for debt securities

The role of an IP for debt securities is to provide transparency to the public regarding trades in corporate and/or government debt securities. Regulation 21-101 requires that marketplaces and IDBBs that display orders of corporate and government debt securities provide information regarding orders for these securities to an IP, as required by the IP. Marketplaces, IDBBs and dealers are also required to provide trade information for corporate and government debt securities to an IP, as required by the IP.

Regulation 21-101 also contains the framework for the regulation of an IP. Specifically, it mandates the IP to:

- provide prompt and accurate order²³ and trade information to the public;
- not unreasonably restrict fair access to such information;
- provide timely, accurate, reliable and fair collection, processing, distribution and publication of information for orders and trades in debt securities;
- maintain reasonable books and records; and
- maintain resilient systems and arrange to conduct an annual independent systems review.

²³ At this time there are no requirements to report or display orders for government debt securities or corporate debt securities.

IIROC will apply to become the IP for government debt securities and submit amendments to its Form F5 to act as an IP for government debt securities. We believe there are a number of benefits to have IIROC act as the IP for government debt securities:

- It has a system in place to collect government debt trade information and the dealers that will be subject to the transparency requirements by the Proposed Amendments are already reporting this information through MTRS 2.0.
- IIROC is the IP for corporate debt securities and is currently disseminating information about trades in those securities.
- IIROC has sufficient financial and human resources to perform this function; we note that IIROC already has staff that monitor the integrity and timeliness of the data reported to it through MTRS 2.0 that includes government debt securities.
- It will make available comprehensive government debt information to all market participants and investors, at no cost.
- It has an appropriate governance structure and conflict of interest policies and procedures in place.
- It is already subject to the applicable regulatory requirements in Regulation 21-101 and is complying with the terms and conditions imposed by the Autorité des marchés financiers in Québec and with its undertakings as corporate debt IP in all other jurisdictions.

CSA staff will continue to conduct oversight activities to ensure that, as an IP for corporate and government debt securities, IIROC complies with the requirements in Regulation 21-101 and the terms and conditions²⁴ set by the regulatory authorities in each jurisdiction.

²⁴ These terms and conditions will be contained in a Designation Order in Ontario, a Recognition Order in Quebec and in undertakings from the IP in all other jurisdictions.

SCHEDULE 1

METHODOLOGY USED TO DETERMINE THE PROPOSED VOLUME CAPS AND DELAYS FOR TRANSACTIONS IN GOVERNMENT DEBT SECURITIES

Objective

This schedule describes the empirical analysis undertaken by the Working Group to determine appropriate volume caps and delays for government debt securities. The publication delay is the time between when a trade occurs and when information about the trade is published. The volume cap is a threshold trade volume above which the volume field in the report is masked.

Volume caps and publication delays mitigate risks to market participants from publishing trade information, particularly the risk that others may use that information to increase the costs to a dealer offsetting a position taken in a principal trade. Potential risks are more severe when either a trade is large relative to the normal trade size in the security or when trading volume in the security is low. If these risks are not mitigated, we are concerned that dealers will be discouraged from facilitating large trades, which may reduce market liquidity.

In the analysis below, we construct quantitative measures identifying:

- what constitutes a large trade; and
- how large is daily trading volume relative to a large trade to inform appropriate volume caps and publication delays for different types of government debt securities.

Principles

To form a proposal for volume caps and publication delays from the analysis, we have used the following principles as guidance:

- Principle 1: Balance the benefits of greater transparency with the risk to liquidity;
- Principle 2: Volume caps and publication delays should be consistent with those of existing sources of post-trade information; and
- Principle 3: The proposal should be simple to implement and understand while also being tailored to the characteristics of different types of government debt securities.

Principle 1 implies that volume caps and publication delays should be chosen so as not to pose risks to market liquidity. Specifically, volume caps should not be materially higher than a “large” trade and corresponding publication delays should reflect a reasonable period for market participants to manage their inventory.

Principle 2 implies that volume caps and publication delays should be consistent with existing sources. At present, post-trade data for a subset of Canadian debt securities is available end-of-day from FIPS with volume caps of \$2M; information is delayed by 14 days when there is only one trade in a day for a specific security. For Canadian corporate debt securities, post-trade information is also available from IIROC with a delay of two days and volume caps of \$2M for

investment grade corporate debt securities and \$0.2M for non-investment grade corporate debt securities. Taken together, information with a volume cap of \$2M and a publication delay of around one day is generally already available for most debt securities. Government debt securities are more comparable to investment grade rather than non-investment grade corporate debt securities. Therefore, we will apply volume caps greater than or equal to \$2M and a publication delay of T+1(5:00 pm ET).

Principle 3 implies that requirements should strike a balance between defining groups of government debt securities too broadly and focussing too much on a limited subset of similar securities. If categories are defined too broadly, we may miss key differences between securities, and may either pose risks to some infrequently traded debt securities or treat frequently traded debt securities too conservatively. Alternatively, if categories are too narrowly defined or change too frequently, market participants may encounter operational complexity when using the data provided. We believe that the groups used in Table 1 are appropriate given principle 3.

Table 1 - Requirements for consultation. The table lists groups of debt securities under each of the proposed volume caps. A publication delay of T+1(5:00 pm ET) is proposed for all debt securities. Government of Canada (GoC) nominal bonds are divided by their years-to-maturity (YTM): less than or equal to 10 years to maturity (≤ 10 YTM) and greater than 10 years to maturity (> 10 YTM).

\$10M	\$5M	\$2M
Government of Canada (GoC Bills)	Government of Canada nominal bonds with over 10 years remaining to maturity (GoC > 10) ²⁵	All provincial debt securities including Real Return Bonds (RRBs), Strip Coupons and Residuals
Government of Canada nominal bonds with 10 or less years remaining to maturity (GoC ≤ 10)		All municipal debt securities
All Canada Mortgage Bonds (CMB)		Government of Canada RRBs Government of Canada Strip Coupons & Residuals All Federal and Provincial Agency Bonds Other Than CMB

²⁵ GoC nominal bonds with less than 11 years at the time of issue will be subject to the \$10M cap to capture debt securities that become the 10-year benchmark relatively soon after issuance.

Data

We use data from the IIROC MTRS 2.0 over the period from January 2016 to mid-June 2017 to conduct our analysis.²⁶ The data includes all government debt securities trades to which an IIROC Dealer Member (we will refer to them as dealers for brevity) was at least one of the counterparties. The data includes: International Securities Identification Number (**ISIN**) which we use to identify unique securities; price; quantity; timestamp; identifiers for dealer-to-client or dealer-to-dealer trades; identifiers for buying or selling by the reporting dealer; and an identifier indicating if the dealer was trading with a retail client.

We enrich the dataset to include categories of debt securities (e.g., provincial, municipal) using data from FIPS and Thomson Reuters DataScope.²⁷ We use FIPS as the default classification and defer to Thomson Reuters in the absence of a classification in the FIPS data. We note that we are not able to classify all types of government debt securities. For example, to the best of our knowledge, no data source labels provincial agencies. In Table 1, the category *All Federal and Provincial Agency Bonds Other Than CMB* includes those government debt securities that we cannot easily classify. Below, we select a subsample of this category, *Federal Crown Corporations (excluding CMBs)* to present a partial analysis.

Identifying large trades

We identify the size of a large trade to form a basis for the volume caps of securities. Dealers have more difficulty managing inventory following large, unexpected trades. We exclude retail and retail-sized trades when calculating large trade sizes, namely those that are marked as retail or that are for under \$100K par value, since they do not have a material impact on dealers' trading practices and can skew the results of the analysis. For a given debt security, we define a large trade as the 75th percentile of trade size over all dealer-to-client trades in our sample.²⁸

Trading volume

We analyze the relationship between large trades and the potential for a dealer to trade a similar quantity for the purposes of managing inventory to inform the publication delay and volume caps. Inventory may be difficult to manage following a large trade when the trade is a significant fraction of total daily trading volume. For each debt security, we calculate the ratio of a large dealer-to-client trade to average daily trading volume. The statistic is useful to indicate debt securities where trading volume is relatively low in comparison to large trades, where smaller volume caps may be warranted.

Results

Table 2 shows the results of the measures described above. The first column shows the category; the second column shows size of large trades; the third column shows the average daily volume;

²⁶ MTRS 2.0 data is collected by IIROC under IIROC Dealer Member Rule 2800C and contains trades in debt securities as reported by its Dealer Members. Until November 1, 2016, only Government Securities Dealers were reporting their trades.

²⁷ Both datasets are commercially available.

²⁸ We also carried out the analysis separately for buy and sell trades. The results were not materially different.

the fourth column shows the ratio of large trades to average daily volume; and the last column shows the number of ISINs in a category.

Categories with the highest large trade sizes include *GoC Bills*, *GoC Nominal Bonds (<=10 YTM)*, and *All CMB*. In each case, a large trade is greater than or very close to \$10M and the ratio of a large trade to the average daily volume is relatively low. *GoC Bills* have a large trade size of around \$9.5M, but they are short-term in nature, trade in high volume relative to other issues and present low duration risk. Together, these results indicate that these debt securities have relatively large trades and are highly liquid so we have proposed a volume cap of \$10M. *Federal Crown Corp. (excluding CMBs)* also have relatively large trades, but we note that average daily trading volume is very low. We have therefore proposed that these debt securities be categorized with *All Federal and Provincial Agency Bonds Other Than CMB* (see Table 1) with a \$2M cap.

Debt securities with intermediate large trade sizes include *GoC Nominal Bonds (>10 YTM)*. A large trade for these debt securities is around \$7.5M, and the ratio of a large trade to the average daily volume is relatively low, indicating a high degree of liquidity. We have therefore proposed a cap of \$5M for these debt securities.

Categories with lower large trade sizes are *GoC RRB*, *GoC Strip Coupons & Residuals*, *All Provincial Nominal Bonds*, *Provincial RRB*, *Provincial Strip Coupons & Residuals*, and *All Municipal Bonds*. For these debt securities, we have proposed the lowest cap considered, \$2M, since they are most like investment-grade corporate bonds (Principle 2). In addition, trading sizes for these debt securities are generally smaller and therefore less likely to introduce significant risks to dealers' trading practices. We note that trading volume is very low for municipal debt securities. This is likely driven by many small, unrated, municipal debt securities where trading is rare. Larger Canadian municipalities are typically investment-grade rated and trade much more frequently.

Table 2 – Results. The table shows statistics for each category of bonds. Large Trade is the 75th percentile of dealer-to-client trades in \$M of par value; Average Daily Volume is the average volume per bond, in \$M of par value per day; Large Trade/Average Daily Volume is the ratio of a Large Trade to the Average Daily Volume; Number of ISINs is the number of securities in the category. YTM is years to maturity.

	Large Trade	Average Daily Volume	Large Trade/Average Daily Volume	Number of ISINs
GoC Bills	9.38	242.39	0.04	89
GoC Nominal Bonds (<=10 YTM)	25.00	681.98	0.04	47
GoC Nominal Bonds (>10 YTM)	7.69	267.69	0.03	11
GoC RRB	4.50	14.97	0.30	7
GoC Strip Coupons & Residuals	1.00	0.13	7.69	138
All CMB	15.00	26.56	0.56	94
Federal Crown Corp. (excluding CMBs) ²⁹	10.25	0.89	11.52	311
All Provincial Nominal Bonds ³⁰	5.00	8.57	0.58	1706
Provincial RRB ³¹	2.65	0.38	6.97	7
Provincial Strip Coupons & Residuals	3.00	0.08	37.50	1738
All Municipal Bonds ³²	1.35	0.02	67.50	5512

²⁹ Other Federal Crown Corps does not include all crown corporation bonds. Among others, this category includes bonds issued by: Canada Post, Canada Pension Plan Investment Board, Export Development Canada and PSP Capital Inc. In Table 1, Other Federal Crown Corp would fall into *All Federal and Provincial Agency Bonds other than CMB*.

³⁰ All Provincial Nominal includes nominal bonds issued by Canadian provinces. It does not include provincial agencies.

³¹ Provincial RRB includes real-return bonds issued by Canadian provinces.

³² All Municipal Bonds includes bonds issued by municipalities as well as some municipal agencies, such as transit agencies.

SCHEDULE 2**DATA FIELDS FOR THE GOVERNMENT DEBT INFORMATION PROPOSED TO BE
DISSEMINATED BY IIROC AS AN INFORMATION PROCESSOR**

The data fields below will be made publicly available by IIROC as an information processor. They apply to all government debt securities subject to transparency requirements.

I. Summary level data for each bond

1. CUSIP and/or ISIN number, where available
2. Issuer name
3. Type of Bond (New)
4. Original Issue Date (New)
5. Maturity date
6. Coupon rate
7. Last traded price
8. Last traded yield
9. Total trade count (total trades done on the last trade date)
10. Last trade date
11. Highest traded price on the last trade date
12. Lowest traded price on the last trade date

II. Transaction level data for each bond

1. CUSIP and or ISIN number, where available
2. Issuer name
3. Maturity date
4. Coupon rate
5. Date of execution
6. Time of execution
7. Settlement date
8. Type (indicates whether the transaction is new, a cancellation or a correction)
9. Volume (subject to volume caps)
10. Price
11. Yield
12. Account type (retail or institutional counterparty)
13. An indication of whether a commission was recorded (“yes” or “no” answer)

**REGULATION TO AMEND REGULATION 21-101 RESPECTING
MARKETPLACE OPERATION**

Securities Act
(chapter V-1.1, s. 331.1, par. (1), (3), (8), (32), (32.0.1) and (34))

1. Section 1.1 of Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation (chapter V-1.1, r. 5) is amended by replacing the definition of the expression “information processor” with the following:

““information processor” means any person that receives and provides information under this Regulation and has filed Form 21-101F5 and,

(a) in Ontario and Saskatchewan, that is a designated information processor, and

(b) in Québec, that is a recognized information processor;”.

2. The title of Part 8 of the Regulation is replaced with the following:

**“INFORMATION TRANSPARENCY REQUIREMENTS FOR PERSONS
DEALING IN UNLISTED DEBT SECURITIES”.**

3. Section 8.1 of the Regulation is amended:

(1) by repealing paragraph (3);

(2) by replacing paragraph (5) with the following:

“(5) A person must provide to an information processor accurate and timely information regarding details of each trade of government debt securities traded by or through the person as required by the information processor.”.

4. Section 8.2 of the Regulation is amended:

(1) by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) A marketplace that displays orders of corporate debt securities to a person must provide to an information processor accurate and timely information regarding orders for corporate debt securities displayed by the marketplace as required by the information processor.”;

(2) by replacing paragraph (3) with the following:

“(3) A person must provide to an information processor accurate and timely information regarding details of each trade of corporate debt securities executed by or through the person as required by the information processor.”;

(3) by repealing paragraphs (4) and (5).

5. Section 8.3 of the Regulation is amended by replacing the words “an accurate consolidated feed in real-time” with the words “accurate consolidated information”.

6. Section 8.4 of the Regulation is amended by replacing the words “marketplace, inter-dealer bond broker or dealer” with the word “person”.

7. Section 8.6 of the Regulation is repealed.

8. Section 14.4 of the Regulation is amended:

(1) by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) An information processor for exchange-traded securities must enter into an agreement with each marketplace that is required to provide information to the information processor that the marketplace will

(a) provide information to the information processor in accordance with Part 7; and

(b) comply with any other reasonable requirements set by the information processor.”;

(2) by replacing, in paragraph (4), the words “marketplace, inter-dealer bond broker or dealer” with the word “person”;

(3) by repealing paragraphs (8) and (9).

9. Section 14.5 of the Regulation is amended, in subparagraph (ii) of paragraph (d), by replacing the word “calendar” with the words “information processor’s fiscal”.

10. Section 14.7 of the Regulation is amended by replacing the words “marketplace, inter-dealer bond broker or dealer” with the word “person”.

11. Section 14.8 of the Regulation is amended by replacing paragraph (b) with the following:

“(b) in the case of an information processor for government debt securities or corporate debt securities,

(i) the marketplaces that are required to report details of orders for government debt securities or corporate debt securities to the information processor, as applicable,

(ii) the inter-dealer bond brokers that are required to report details of orders for government debt securities to the information processor,

(iii) the classes of persons that are required to report details of trades in government debt securities or corporate debt securities to the information processor, as applicable,

(iv) when details of trades in each government debt security or corporate debt security, as applicable, must be reported to the information processor by a person,

(v) when the information provided to the information processor will be publicly disseminated by the information processor, and

(vi) the cap on the displayed volume of trades for each government debt security or corporate debt security, as applicable.”.

12. This Regulation comes into force on *(insert here the date of coming into force of this Regulation)*.

**AMENDMENTS TO POLICY STATEMENT TO REGULATION 21-101
RESPECTING MARKETPLACE OPERATION**

1. Section 10.1 of *Policy Statement to Regulation 21-101 respecting Marketplace Operation* is amended:

(1) by replacing paragraph (1) with the following:

“(1) The requirements for pre-trade and post-trade transparency for unlisted debt securities are set out in sections 8.1 and 8.2 of the Regulation. The detailed reporting requirements, such as who must report information, deadlines for reporting, delays in publication of information and caps on displayed volume are determined by the information processor, subject to approval by the Canadian securities regulatory authorities as described below, and may be different for different government debt securities and corporate debt securities. The information processor is also required to make the reporting requirements, deadlines, dissemination delays and volume caps publicly available.”;

(2) by repealing paragraphs (2) to (8);

(3) by replacing paragraph (9) with the following:

“(9) The information processor may propose changes to its transparency requirements by filing an amendment to Form 21-101F5 with the Canadian securities regulatory authorities pursuant to subsection 14.2(1) of the Regulation. The Canadian securities regulatory authorities will review the amendment to Form 21-101F5 to determine whether the proposed changes are contrary to the public interest, to ensure fairness and to ensure that there is an appropriate balance between the standards of transparency and market quality (defined in terms of market liquidity and efficiency) in each area of the market. Both the initial transparency requirements and any proposed changes will be subject to consultation with market participants through a notice and comment process, prior to approval by the Canadian securities regulatory authorities.”.

2. Sections 10.2 and 10.3 of the *Policy Statement* are repealed.

3. Section 16.1 of the *Policy Statement* is amended by replacing, in paragraph (2), the words “marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers” with the word “persons” and the words “marketplace, inter-dealer bond broker or dealer” with the word “person”.

4. Section 16.2 of the *Policy Statement* is amended by inserting, in paragraph (1) and after the words “In Québec, a person may carry on the activity of an information processor only if it is recognized by the securities regulatory authority”, the words “and in Ontario and Saskatchewan, only if it is designated by the securities regulatory authority”.

5. Section 16.3 of the *Policy Statement* is amended:

(1) by replacing, in paragraph (c), the words “marketplaces, inter-dealer bond brokers and dealers” with the word “persons”;

(2) by replacing paragraph (k) with the following:

“(k) in the case of an information processor for government debt securities or corporate debt securities, changes to the information transparency requirements referred to in paragraph 14.8(b) of the Regulation.”.

7.2.2. Publication

Aucune information.