

## Avis de publication

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

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

#### I. Introduction

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

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

Nous publions également des modifications des instructions suivantes :

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

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

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

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

## II. Résumé des commentaires écrits reçus par les ACVM

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

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

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

## III. Objet des modifications

### a) La transparence pour les titres d'emprunt publics

#### *Contexte et objet des projets de modifications*

À l'heure actuelle, les textes sur les SNP obligent les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations à fournir en temps réel de l'information sur les ordres et les opérations sur les titres d'emprunt publics désignés à une agence de traitement de l'information<sup>1</sup>. Toutefois, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les systèmes de négociation parallèles (SNP) qui exécutent des opérations sur des titres d'emprunt publics sont dispensés de cette obligation jusqu'au 31 décembre 2006<sup>2</sup>.

Étant donné que cette dispense expirera bientôt, les ACVM ont jugé important de reconsidérer les options envisageables en matière de transparence de l'information pour les titres publics à revenu fixe. Nous avons donc prévu dans les projets de modifications une mise en œuvre graduelle de la transparence de l'information pour les titres publics à revenu fixe, au lieu de laisser la dispense expirer. Les modifications comprenaient l'obligation pour les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les SNP de fournir à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'une telle agence, à un fournisseur d'information qui répond aux normes établies par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), de l'information sur les ordres et les opérations pour certains titres publics à revenu fixe<sup>3</sup>. Plus précisément, la déclaration de l'information se serait faite comme suit :

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

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

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

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

<sup>2</sup> Article 8.5 de la NC 21-101.

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

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

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

#### *Résumé des réponses*

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

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

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

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

#### *Réponse des ACVM*

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

**b) La transparence pour les titres d'emprunt privés***Contexte*

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

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

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

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

*Réponse des ACVM*

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

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

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

*Réponse des ACVM*

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

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

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

## Réponse des ACVM

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

### c) Les règles relatives à la piste de vérification électronique

#### Contexte et objet des projets de modifications

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

- en reportant la date d'entrée en vigueur de ces règles du 1<sup>er</sup> janvier 2007 au 1<sup>er</sup> janvier 2010<sup>4</sup>;
- en offrant une dispense aux courtiers et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations qui se conforment, en matière de piste de vérification électronique, à des obligations analogues établies par un fournisseur de services de réglementation et approuvées par l'autorité en valeurs mobilières compétente, de manière à assouplir la mise en œuvre du projet<sup>5</sup>.

#### Résumé des commentaires

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

#### Réponse des ACVM

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

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

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

<sup>5</sup> Projet de paragraphe 2 de l'article 11.1 de la NC 23-101.

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

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

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

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

##### *Objet des projets de modifications*

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

##### *Résumé des commentaires*

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

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

##### *Réponse des ACVM*

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

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

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

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

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

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

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

##### *Contexte*

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

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

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

Pour que le passage à la nouvelle agence de traitement de l'information s'effectue sans heurt, dans le cas où une nouvelle entité serait retenue, et répondre à une demande de CanPX, nous avons aussi décidé de prolonger l'approbation de CanPX jusqu'au 31 décembre 2007<sup>7</sup>.

##### *Résumé des commentaires*

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

##### *Réponse des ACVM*

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

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

#### f) **Changements apportés aux modifications**

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

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

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

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

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

#### **8.6. Dispense pour les titres d'emprunt publics**

L'article 8.1 ne s'applique pas avant le 1<sup>er</sup> janvier 2012.

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

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

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

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

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

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

#### IV. Questions

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

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

Shaun Fluker  
Alberta Securities Commission  
403-297-3308

Shamira Hussein  
British Columbia Securities Commission  
604-899-6815

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

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

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

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



## Annexe A

## Résumé des commentaires, réponses des ACVM et liste des intervenants

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

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

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

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

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

### Réponse

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

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

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

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

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

### Réponse

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

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

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

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

**Réponse**

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

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

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

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

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

**Réponse**

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

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

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

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

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

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

**Réponse**

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

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

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

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

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

### **Réponse**

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

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

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

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

### **Réponse**

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

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

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

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

### **Réponse**

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

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

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

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

### **Réponse**

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

### Autres commentaires et réponses des ACVM

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

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

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

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

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

### Réponse

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

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

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

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

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

## **Règles relatives à la piste de vérification électronique**

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

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

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

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

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

### **Réponse**

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

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

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

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

### **Réponse**

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

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

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

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

### **Réponse**

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

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

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

#### **Réponse**

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

### **Autres modifications de l'IC 21-101**

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

**Réponse**

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

**Dispenses d'inscription qui ne sont pas ouvertes aux SNP**

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

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

**Réponse**

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

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

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

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

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

**Réponse**

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

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

### **Modifications de l'Annexe 21-101A5**

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

#### **Réponse**

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

Liste des intervenants

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