

AVIS DE CONSULTATION**PROJET DE MODIFICATION MODIFIANT LA
NORME CANADIENNE 21-101, *LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ*
ET PROJET DE MODIFICATION DE
L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 21-101,
LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ;****PROJET DE MODIFICATION MODIFIANT LA
NORME CANADIENNE 23-101, *LES RÈGLES DE NÉGOCIATION*
ET PROJET DE MODIFICATION DE
L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101,
*LES RÈGLES DE NÉGOCIATION*****I. INTRODUCTION**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les ACVM ou nous) publient pour consultation des projets de modification de la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (la NC 21-101), de la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (la NC 23-101) (ensemble, les textes sur les SNP), l'Instruction complémentaire 21-101, *Le fonctionnement du marché* et l'Instruction complémentaire 23-101, *Les règles de négociation*. Nous publions également pour consultation des modifications de l'Annexe 21-101A2, *Rapport initial sur le fonctionnement du système de négociation parallèle* et de l'Annexe 21-101A5, *Rapport initial sur le fonctionnement de l'agence de traitement de l'information* (ensemble, les annexes). Les projets de modification (les projets de modification) sont publiés en date du présent avis par l'Autorité des marchés financiers, l'Alberta Securities Commission, la Commission des valeurs mobilières du Manitoba et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Ils pourraient être publiés dans d'autres territoires à une date ultérieure.

Ni la NC 21-101 ni la NC 23-101 sont présentement en vigueur au Nouveau-Brunswick. Par conséquent, la Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick invitera les commentaires écrits par rapport aux deux normes de mises en applications néo-brunswickoises, spécifiquement la NMA 21-801 et la NMA 23-801, qui mettront en œuvre les NC 21-101 et NC 23-101 comme règles au Nouveau-Brunswick.

Au Nouveau-Brunswick, les projets de modification ont été ajustés pour tenir compte du fait que les règles NC 21-101 et NC 23-101, ainsi que les modifications apportées à la NC 21-101 et à la NC 23-101 dans les autres territoires en 2003 ne sont pas encore en vigueur. Lorsque les règles seront prises de façon définitive au Nouveau-Brunswick, ils incluront également les modifications publiées en 2003 afin que ces règles soient harmonisées avec ceux en vigueur dans les autres territoires. Au Nouveau-Brunswick, la période de consultation prend fin le 24 novembre 2006.

II. CONTEXTE

Les textes sur les SNP visent à instaurer un régime qui permette la concurrence entre les marchés¹, tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et efficiente².

Les objectifs réglementaires visés sont les suivants :

- offrir aux investisseurs le choix de la méthode d'exécution et du type de marché;
- améliorer la formation des cours;
- réduire les frais d'exécution;
- améliorer l'intégrité des marchés.

Achevés en 2001, les textes sur les SNP prévoient :

1. un cadre général qui prévoit comment les activités autorisées des marchés sont réglementées;
2. des obligations en matière de transparence des données et d'intégration des marchés qui visent à réduire les effets négatifs de la négociation du même titre sur plusieurs marchés;
3. des règles portant sur les activités de marchés.

Les textes sur les SNP ont été modifiés en 2003 comme suit :

- conformément aux recommandations d'un comité sectoriel (le « comité sectoriel ») chargé de réviser la consolidation de données et l'intégration des marchés en ce qui a trait aux titres de participation, nous avons supprimé la notion d'intégrateur de marchés et de consolidateur de données pour ces titres afin de favoriser une solution à la consolidation sur ces marchés qui émanerait de ceux-ci;
- une dispense de l'application des règles de transparence de l'information avant et après les opérations a été consentie jusqu'au 31 décembre 2006 aux marchés et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations effectuant des opérations sur des titres publics à revenu fixe;
- les éclaircissements suivants ont été apportés aux règles de transparence pour les titres privés à revenu fixe : les marchés doivent fournir l'information avant les opérations, et les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligation et les courtiers, transmettre l'information sur les ordres à une agence de traitement de l'information;

¹ Les marchés sont les bourses, les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations et les systèmes de négociation parallèles (SNP).

² Pour le contexte, on consultera les avis (1999), 22 OSCB (ATS Supp), (2001), 24 OSCB (Supp) et (2003), 26 OSCB 4377.

- une dispense de l'obligation pour les courtiers et les intermédiaires entre courtiers sur obligations d'enregistrer et de déclarer sous forme électronique certains éléments d'information au sujet des ordres et des opérations leur a été accordée jusqu'au 31 décembre 2006 pour permettre l'élaboration de normes et de solutions technologiques suffisantes.

Les dispenses de l'application des règles de transparence pour les titres d'emprunt publics et des règles relatives à la piste de vérification électronique se terminent le 31 décembre 2006. Leur échéance et l'émergence de plusieurs nouveaux marchés rendent nécessaire la modification des textes sur les SNP.

Le présent avis traite des thèmes suivants dans la partie IV ci-dessous :

- A. La transparence pour les titres d'emprunt publics
- B. La transparence pour les titres d'emprunt privés
- C. Les titres à revenu fixe désignés
- D. Les règles sur la piste de vérification électronique
- E. La clarification des obligations de meilleure exécution et autres obligations dans un contexte de multiplicité des marchés
- F. Les obligations et la situation des agences de traitement de l'information concernant les titres d'emprunt et de participation
- G. Autres modifications

III. RÉSUMÉ DES OBLIGATIONS À MODIFIER

Les obligations prévues par les textes sur les SNP au 31 décembre 2003 (les « textes sur les SNP de 2003 ») qui sont modifiées par le présent projet sont résumées ci-dessous comme contexte des modifications proposées.

1. Titres de participation

i) Transparence

Les textes sur les SNP prévoient des règles de transparence de l'information avant et après les opérations pour les marchés sur lesquels se négocient des titres cotés et des titres cotés à l'étranger³. À l'heure actuelle, tous les marchés sont tenus de fournir de l'information sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information.

ii) Intégration des marchés

³ NC 21-101, partie 7.

En 2003, conformément aux recommandations d'un comité sectoriel, nous avons modifié les textes sur les SNP en supprimant la notion d'intégrateur de marchés et expliqué que nous nous concentrerions plutôt sur le respect des obligations de meilleure exécution par les courtiers et sur les obligations d'accès équitable pour les marchés.

2. Titres d'emprunt publics et titres d'emprunt privés

i) Transparence

Les textes sur les SNP de 2003 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'information⁴. Toutefois, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les SNP existants qui exécutent des opérations sur des titres d'emprunt publics sont dispensés de l'application des règles de transparence de l'information avant et après les opérations jusqu'au 31 décembre 2006⁵.

En ce qui concerne les titres d'emprunt privés, les marchés sont tenus de fournir de l'information sur les ordres à une agence de traitement de l'information⁶. En outre, les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers qui exécutent des opérations hors marché sont tenus de fournir de l'information sur les opérations effectuées sur les titres d'emprunt privés désignés dans l'heure suivant l'opération à une agence de traitement de l'information, sous réserve de plafonds de 2 millions de dollars pour les titres d'emprunt privés de qualité supérieure et de 200 000 \$ pour les autres titres d'emprunt privés⁷. Le 27 août 2003, les ACVM ont désigné CanPX comme agence de traitement de l'information approuvée pour les titres privés à revenu fixe. Depuis mai 2004, les marchés et les courtiers qui détiennent une part de 0,5 % du marché des obligations de sociétés sur une période donnée sont tenus de fournir à CanPX de l'information sur les opérations sur les titres d'emprunt privés désignés⁸.

3. Règles relatives à la piste de vérification électronique

La partie 11 de la NC 23-101 et la partie 8 de l'Instruction complémentaire 23-101 prévoient les règles sur la piste de vérification. La NC 23-101 impose aux courtiers et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations l'obligation d'enregistrer et de déclarer sous forme électronique certains éléments d'information au sujet des ordres et des opérations. Les textes sur les SNP de 2003 prévoyaient une dispense de ces obligations jusqu'au 31 décembre 2006 pour permettre l'élaboration des normes et de solutions technologiques appropriées.

⁴ NC 21-101, alinéas 1 à 5 de l'article 8.1 et Instruction complémentaire 21-101, alinéa 2 de l'article 10.1.

⁵ Instruction complémentaire 21-101, alinéa 1 de l'article 10.1.

⁶ NC 21-101, alinéa 1 de l'article 8.2.

⁷ NC 21-101, alinéas 3 à 5 de l'article 8.2, et Instruction complémentaire 21-101, alinéas 3, 4, 5, 6 et 7 de l'article 10.1.

⁸ Bulletin n° 3289 de l'ACCOVAM, 19 mai 2004.

IV. OBJET DES PROJETS DE MODIFICATIONS

Au cours des trois dernières années, le personnel des ACVM a réalisé les travaux suivants à propos des textes sur les SNP :

- consultations auprès de divers intervenants du secteur, notamment le Bond Market Transparency Committee, afin de définir les niveaux de transparence appropriés pour les titres d'emprunt publics et les titres d'emprunt privés;
- élaboration du processus de mise en œuvre des règles sur la piste de vérification électronique avec les organismes d'autoréglementation (OAR)⁹;
- approbation de nouveaux marchés et réflexion sur l'incidence de ces marchés sur les règles et pratiques existantes.

Les projets de modification, qui sont joints en annexe et résumés ci-après, en sont le fruit.

Nous avons également travaillé sur plusieurs autres projets portant notamment sur les transactions hors cours, la meilleure exécution et les obligations d'accès. Nous proposerons par la suite d'autres modifications aux textes sur les SNP pour tenir compte d'éventuels changements découlant de notre examen des transactions hors cours et de la meilleure exécution.

A. La transparence pour les titres d'emprunt publics

Au cours des dernières années, le personnel des ACVM a rencontré divers intervenants, notamment du personnel de la Banque du Canada et du ministère des Finances fédéral, des membres de l'Interdealer Brokers Association (IDBA), des émetteurs de titres publics à revenu fixe, des représentants chargés de la vente au détail d'obligations auprès de grands courtiers en valeurs, ainsi que du personnel de la Bond Market Association, de la Financial Services Authority du Royaume-Uni et de la National Association of Securities Dealers (NASD) des États-Unis.

Ces rencontres avaient pour objectif de nous renseigner sur l'évolution des marchés tant au Canada qu'à l'étranger, d'aborder les questions entourant les marchés des titres à revenu fixe et de savoir de quelle information sur les titres à revenu fixe les participants au marché disposaient et avaient besoin.

Les participants aux rencontres ont examiné l'évolution des marchés des titres d'emprunt du Canada, dont la croissance des SNP et diverses initiatives des marchés visant à améliorer la transparence sur ces marchés, comme la diffusion d'information sur les titres à revenu fixe par les SNP. Ils ont également abordé l'évolution des marchés des titres d'emprunt à l'étranger, et notamment les projets en matière de transparence, qu'ils émanent du secteur ou

⁹ Les OAR participants qui travaillent avec les ACVM sont l'ACCOVAM, Services de réglementation du marché inc. (SRM), la Bourse de Montréal et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels.

des autorités en valeurs mobilières, surtout le système *Trade Reporting and Compliance* (TRACE) de la NASD¹⁰.

Les rencontres ont également permis de traiter de sujets comme les autres projets réglementaires en matière de transparence du marché des titres d'emprunt, tels que le Système de déclaration d'opérations et de piste de vérification électronique (TREATS), les règles sur les transactions hors cours, la meilleure exécution et le Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM.

À l'issue de ces rencontres, nous avons conclu que, si la transparence s'était améliorée de manière générale, il existe encore des problèmes de fixation du prix pour les clients de détail et qu'il est difficile de surveiller le respect des autres obligations applicables aux marchés des titres à revenu fixe (par exemple, la meilleure exécution ou l'établissement de justes prix) en l'absence d'une source unique d'information sur les titres publics à revenu fixe. Les commentaires des intervenants du secteur ont également confirmé qu'il est important, nonobstant les décisions en matière de transparence, d'uniformiser les règles du jeu pour les participants au marché comme les intermédiaires entre courtiers sur obligations, les marchés et les courtiers.

Certaines discussions ont également porté sur les questions relatives aux sources et aux types d'information que les participants au marché trouvent les plus utiles, ainsi que sur la nécessité d'une agence de traitement de l'information. Les réponses des intervenants du secteur au sujet des sources d'information étaient variées : certains comptent sur les écrans des courtiers, d'autres sur les SNP, CanPX, ou sur plusieurs sources, selon leurs besoins. Certains estimaient que les sources de cours existantes sont suffisantes, tandis que d'autres étaient d'avis qu'elles comportent des limites, comme l'absence d'une couverture plus large du marché des obligations. Nombre d'intervenants estiment que des cours indicatifs seraient très utiles pour la formation des cours, mais ils expriment des réserves à propos de l'obligation de publier cette information.

Le personnel des ACVM a posé les questions suivantes : 1) quel devrait être, le cas échéant, le niveau de transparence optimal? 2) quels inconvénients une transparence accrue présenterait-elle? et 3) qui devrait être tenu de communiquer l'information sur les titres à revenu fixe? Certains intervenants du secteur estimaient que les niveaux de transparence actuels convenaient aux clients institutionnels, mais d'autres jugeaient que des obligations de transparence seraient utiles car elles amélioreraient la cohérence et l'intégrité de l'information fournie au public. Enfin, la plupart des intervenants estimaient que toute décision en vue d'accroître la transparence devrait être mise en œuvre de façon progressive.

¹⁰ TRACE est le système de la NASD servant à déclarer et diffuser l'information sur les opérations effectuées sur les obligations de sociétés. Le 28 décembre 2005, la SEC a approuvé des modifications à la *Rule 6240* de la série 6200 (TRACE rules), qui prévoit que l'information sur les opérations sur titres admissibles à TRACE doit être diffusée dès sa réception, à quelques exceptions près. Les modifications sont entrées en vigueur le 9 janvier 2006 et TRACE diffuse désormais l'information sur pratiquement toutes les opérations sur titres d'emprunt privés dès sa réception.

Le personnel des ACVM a défini les quatre options suivantes en ce qui concerne la transparence pour les titres publics à revenu fixe :

- 1) mettre en œuvre la transparence de façon graduelle en imposant des obligations de transparence aux marchés et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations pour certains titres d'emprunt publics de référence, sous réserve de certaines limites, comme des plafonds de volume;
- 2) prolonger de cinq ans la dispense prévue par la NC 21-101;
- 3) exiger la transparence totale pour tous les titres et tous les participants au marché;
- 4) accorder une dispense permanente des obligations de transparence.

Ces options et la solution que nous recommandons sont exposées ci-dessous.

1. *Solution proposée : mise en œuvre graduelle de la transparence*

Nous proposons la solution suivante : les marchés et les intermédiaires entre courtiers sur obligations seraient tenus de fournir l'information sur les ordres et les opérations sur des titres d'emprunt publics de référence à une agence de traitement de l'information (ou, en l'absence d'une agence de traitement de l'information, à un fournisseur d'information qui respecte les normes applicables)¹¹. L'information sur les ordres serait fournie en temps réel et l'information sur les opérations dans l'heure qui suit l'exécution d'une opération. L'information affichée serait assujettie à des plafonds de volume de 10 millions de dollars pour les titres à revenu fixe émis ou garantis par l'État canadien, et de 2 millions de dollars pour tous les autres titres d'emprunt publics¹².

Cette option concorde avec la démarche adoptée par les courtiers qui négocient des titres d'emprunt privés et permettrait de mettre en œuvre la transparence de façon graduelle car l'information serait fournie au sujet des titres d'emprunt publics désignés et diffusée sous réserve de plafonds de volume. Le nombre de titres de référence et les plafonds de volume pourraient changer au fil du temps. Cela donnerait au secteur le temps de s'adapter et d'évaluer l'incidence de la transparence. Nous croyons également que l'imposition d'obligations de transparence au sujet de titres d'emprunt publics de référence pourrait avoir des retombées intéressantes sur les autres titres d'emprunt publics et apporterait, en définitive, une meilleure transparence globale. Nous ne nous attendons pas à ce que la mise en œuvre de ces obligations entraîne des frais notables parce que certains participants au marché (les intermédiaires entre courtiers sur obligations) ont déjà des systèmes qui leur permettent de fournir volontairement à CanPX l'information sur les ordres pour ce qui est des obligations d'État.

2. *Autres solutions envisagées*

a. *Prolongation de la dispense*

¹¹ Projet de modification de la NC 21-101, alinéas 1 à 5 de l'article 8.1, et projet de modification de l'Instruction complémentaire 21-101, alinéas 1 et 2 de l'article 10.1.

¹² Projet de modification de l'Instruction complémentaire 21-101, sous-alinéa b de l'alinéa 2 de l'article 10.1.

Nous avons envisagé de prolonger la dispense prévue par la NC 21-101 jusqu'au 31 décembre 2011 et d'indiquer ce que le niveau de transparence devrait être, selon nous, à cette date. Cette option permettrait au secteur de prendre les devants en matière de transparence, mais indiquerait clairement que l'évolution des marchés serait surveillée et que les autorités en valeurs mobilières interviendraient si les niveaux de transparence atteints à l'expiration de la dispense étaient insuffisants. Nous craignons toutefois que cette option ne perpétue la situation actuelle, dans laquelle les courtiers, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les marchés fournissent tous de l'information différente sur les titres à revenu fixe. Or, en l'absence de garantie de l'intégrité des données fournies et diffusées, les participants au marché souffriraient toujours d'une inégalité d'accès à cette information, ce qui pourrait poser des difficultés aux OAR et aux autorités en valeurs mobilières en matière de conformité. Nous craignons aussi qu'en l'absence d'obligations de transparence, certains participants au marché ne cessent de fournir l'information volontairement.

b. Transparence totale

Nous avons envisagé d'exiger la transparence totale pour tous les titres à revenu fixe et tous les participants au marché. Cette solution assurerait l'égalité d'accès à l'information sur les obligations d'État à tous les participants au marché et faciliterait la surveillance de la conformité, mais nous craignons qu'elle ne nuise à la liquidité.

c. Dispense permanente

Enfin, nous avons envisagé de rendre permanente la dispense actuelle des obligations de transparence pour les titres publics à revenu fixe. Certains intervenants ont soutenu que les participants au marché sont déjà incités par des intérêts commerciaux à fournir l'information sur les cours et sur les opérations à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'informations. Ils estimaient par conséquent que l'augmentation de la transparence pourrait résulter naturellement de l'évolution des marchés obligataires. Nous estimons qu'en l'absence d'intervention ou de directives de notre part, la qualité et la quantité de l'information fournie volontairement par les participants au marché continueraient d'être aléatoires et l'inégalité d'accès à l'information sur les obligations par les participants au marché perdurerait.

Questions en vue de la consultation

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?

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?

Question 3

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

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)?

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?

B. La transparence pour les titres d'emprunt privés

Les obligations de transparence pour les titres privés à revenu fixe qui sont actuellement prévues par la NC 21-101 diffèrent de celles qui sont applicables aux titres d'emprunt publics : alors que les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les SNP sont tenus de fournir l'information sur les ordres et les opérations sur titres d'emprunt publics à une agence de traitement de l'information¹³, seuls les marchés sont tenus de fournir l'information sur les ordres d'obligations de sociétés à l'agence de traitement de l'information¹⁴, et les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers doivent fournir l'information sur les opérations sur obligations de sociétés¹⁵. Nous conserverons les obligations pour ce qui est des titres d'emprunt privés. Ainsi, les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers seraient toujours tenus de fournir l'information après les opérations au sujet des titres d'emprunt privés désignés à une agence de traitement de l'information, sous réserve de plafonds de volume (dans l'heure suivant l'opération)¹⁶.

Questions en vue de la consultation

Question 6

¹³ NC 21-101, article 8.1.

¹⁴ Actuellement, l'agence de traitement de l'information n'exige pas d'information sur les ordres.

¹⁵ NC 21-101, article 8.2.

¹⁶ Projet de modification de la NC 21-101, alinéa 6 de l'article 1.1, alinéas 3 à 5 de l'article 8.2 et projet de modification de l'Instruction complémentaire 21-101, alinéa 3 de l'article 10.1.

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?

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)?

C. Les titres à revenu fixe désignés

À l'heure actuelle, CanPX oblige certains marchés et courtiers à fournir l'information sur les opérations sur des titres privés à revenu fixe désignés¹⁷. Ces titres désignés sont hautement liquides, représentent tous les grands secteurs d'activité, ont diverses échéances et englobent la majorité du flux des échanges sur les marchés des obligations de sociétés. Par conséquent, on considère que ce sont les titres d'emprunt privés qui présentent le plus d'intérêt pour les petits investisseurs.

CanPX est également chargée de choisir les titres privés à revenu fixe désignés, en fonction des commentaires des membres du comité sur les marchés des capitaux de l'ACCOVAM. La sélection des obligations de sociétés a lieu chaque trimestre et CanPX est également chargée de communiquer la liste à ses abonnés. Le nombre de titres d'emprunt privés désignés a plus que doublé au fil du temps : 50 obligations de sociétés sont actuellement visées¹⁸.

En ce qui concerne les titres publics à revenu fixe, les autorités en valeurs mobilières du Canada s'attendent à ce que l'agence de traitement de l'information désigne des titres représentatifs du marché. Par exemple, pour atteindre un niveau de transparence utile aux investisseurs, les obligations d'État les plus liquides devraient être désignées.

Questions en vue de la consultation

Question 8

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

¹⁷ Bulletin n° 3289 de l'ACCOVAM, 19 mai 2004.

¹⁸ On trouvera la liste la plus récente d'obligations de sociétés désignées à l'adresse suivante : <http://www.canpx.ca/selectioncriteria.jsp>.

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?

D. Les règles sur la piste de vérification électronique

Contexte

En juin 2003, les ACVM ont formé un comité connu sous le nom de Comité sectoriel sur les normes de déclaration d'opérations et de piste de vérification électronique (« Comité TREATS »), afin de passer en revue les normes appropriées de consolidation de données ainsi que les obligations pour les pistes de vérification électronique. Le 26 juillet 2004 le Comité TREATS a soumis un rapport indiquant ses recommandations¹⁹. Sur la base de ce rapport, les ACVM, SRM, la Bourse de Montréal inc., l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) et l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels (MFDA) (les « organismes de réglementation ») ont conjugué leurs efforts pour élaborer et mettre en œuvre une solution permettant de favoriser le respect des règles sur la piste de vérification introduites par la NC 23-101.

En avril 2004, les organismes de réglementation ont chargé un consultant de définir et de clarifier davantage les règles générales du système permettant aux organismes de réglementation d'obtenir des courtiers et des marchés de l'information sur la piste de vérification. Ces règles générales constituaient la base du processus de demande d'information qui a permis de recueillir des recommandations sur la façon d'atteindre les objectifs du Système de déclaration d'opérations et de piste de vérification électronique, tant sur le plan technique que sur le plan opérationnel. Le processus a pris fin en décembre 2004.

Après analyse des recommandations formulées dans le rapport du comité TREATS, ainsi que des résultats du processus, les organismes de réglementation ont élaboré des règles plus détaillées pour le système électronique et décidé de remplacer le format de données Standard Electronic Client Transaction Reporting System (SELECTR) ainsi que le système REGNET utilisé par certains d'entre eux.

En décembre 2005, les organismes de réglementation ont également décidé qu'il y avait lieu de reporter l'inclusion des organismes de placement collectif (OPC) dans le projet TREATS, étant donné les importantes différences entre le mode de négociation des titres de ces organismes et celui d'autres catégories de valeurs. En conséquence, la MFDA n'a pas participé directement au processus de demande de propositions.

¹⁹ On trouvera ce rapport, en version anglaise seulement, en annexe de l'Avis 23-302, *Communiqué conjoint des organismes de réglementation- Initiative – Piste de vérification électronique (TREATS)*, publié le 15 avril 2005 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 2005-04-15, Vol. 2, n° 15.

Le projet TREATS comporte les étapes suivantes :

1. élaboration d'un système de communication, de validation et de suivi des demandes de données (responsabilité des organismes de réglementation);
2. établissement des exigences techniques des interfaces entre le système et les organismes de réglementation ainsi qu'entre le système et les courtiers (responsabilité des organismes de réglementation);
3. relevé des cas d'utilisation de demandes « automatiques » et « ponctuelles » (responsabilité des organismes de réglementation);
4. mise en œuvre des procédures d'enregistrement et des processus opérationnels qui permettront aux courtiers de répondre aux demandes des organismes de réglementation (responsabilité des courtiers et des marchés)²⁰.

La demande de propositions concernait les deux premières étapes et a été lancée le 13 mars 2006²¹. Elle visait à solliciter des propositions de fournisseurs en réponse aux exigences fonctionnelles et techniques présentées pour le projet TREATS et de fournir de l'information qui aidera les organismes de réglementation dans le processus de sélection et dans leur décision d'aller de l'avant avec le projet.

Assistés par un consultant, les organismes de réglementation ont rencontré des représentants de courtiers, de marchés et de fournisseurs de services pour établir et confirmer la documentation concernant la modélisation des données, et ainsi aider les organismes de réglementation et les participants au marché à atteindre les objectifs du projet TREATS. Un des objectifs de la modélisation des données était de confirmer l'information qui doit être enregistrée et disponible électroniquement.

Nous avons reçu des réponses à la demande de propositions. Certains travaux de modélisation des données restent à faire, et nous avons l'intention de terminer les travaux préliminaires d'ici septembre 2006. Une fois cette tâche accomplie, une analyse coûts-avantages devrait être faite. La décision de procéder à la construction des installations et les prochaines étapes dépendront des résultats de la modélisation des données et de l'analyse coûts-avantages effectuées par les organismes de réglementation. La décision sera probablement prise à l'automne 2006, mais l'échéancier et les étapes pourraient changer.

Compte tenu des délais ci-dessus et des travaux de modélisation des données qu'il reste à faire, la date de mise en œuvre des obligations prévues par la NC 23-101 doit être modifiée. Bien que les ACVM prendront part à toute décision relative au projet TREATS, la norme a été modifiée pour prévoir expressément que la mise en œuvre sera faite par les OAR, de façon à permettre davantage de souplesse sans nécessiter de règles supplémentaires. Par

²⁰ Le 17 mars 2006, un avis conjoint des ACVM et des OAR intitulé « Système de déclaration d'opération et de piste de vérification électronique (TREATS) – État d'avancement du projet » a été publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 3, n° 11. Il résume les principales étapes du projet.

²¹ On trouvera la demande de proposition sur le site Web de la CVMO, à l'adresse suivante : Market Regulation/ Special Projects/TREATS.

conséquent, et pour clarifier certaines responsabilités actuelles en matière de tenue des dossiers, la NC 23-101 a été modifiée comme suit :

1. à l'alinéa 6 de l'article 11.2, « 1^{er} janvier 2007 » est remplacé par « 1^{er} janvier 2010 »;
2. une dispense est offerte aux courtiers et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations qui se conforment à des obligations analogues en matière de piste de vérification électronique établies par un fournisseur de services de réglementation et approuvées par l'autorité en valeurs mobilières compétente, de manière à assouplir la mise en œuvre²²;
3. un délai de dix jours ouvrables pour transmettre l'information exigée par l'autorité en valeurs mobilières ou un fournisseur de services de réglementation a été fixé²³;
4. l'étendue des titres applicables a été modifiée pour mettre en œuvre les obligations de façon graduelle;
5. une période de conservation des dossiers de sept ans, analogue à celle qui est imposée aux marchés en vertu de la NC 21-101, a été ajoutée²⁴;
6. les désignations d'ordres ont été modifiées dans un souci de conformité aux exigences d'un fournisseur de services de réglementation²⁵.

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

Lors de l'entrée en vigueur des textes sur les SNP en 2001, nous avons reporté la mise en application de l'obligation de transmettre l'information avant et après les opérations à un consolidateur de données en raison des coûts de développement d'une telle entité et de l'incertitude sur la façon dont le marché évoluerait. Nous avons également reporté l'intégration des marchés pour voir combien de nouveaux marchés se créeraient avant de retenir une solution particulière en matière d'intégration.

Nous avons constitué un comité sectoriel chargé de réviser la consolidation de données et l'intégration des marchés en ce qui a trait aux titres de participation²⁶. En 2003, sur recommandation du comité sectoriel, nous avons supprimé des textes sur les SNP les obligations de consolidation des données et d'intégration des marchés visant les titres cotés pour les remplacer par l'obligation pour les marchés, en l'absence d'agence de traitement de l'information, de transmettre l'information sur les ordres et les opérations sur les titres de participation à un fournisseur d'information qui respecte les normes établies par un fournisseur de services de réglementation. Nous considérons la transparence et l'accès aux marchés comme des éléments primordiaux dans la réduction des effets de la fragmentation,

²² Projet de modification de la NC 23-101, alinéa 8 de l'article 11.2.

²³ Projet de modification de la NC 23-101, alinéa 5 de l'article 11.2.

²⁴ Projet de modification de la NC 23-101, alinéa 7 de l'article 11.2.

²⁵ Projet de modification de la NC 23-101, sous-alinéa s de l'alinéa 1 de l'article 11.2.

²⁶ Le rapport du comité sectoriel, daté du 2 mars 2003, a été publié, en version anglaise seulement, le 13 juin de la même année dans le Bulletin de la CVMO, (2003) 26 OSCB 4385.

mais nous avons accepté l'opinion du secteur selon laquelle un consolidateur de données ou un intégrateur de marchés n'était peut-être pas nécessaire. L'attention s'est alors tournée vers le respect des obligations de meilleure exécution par les courtiers et vers les obligations des marchés en matière d'accès équitable (lesquels diffuseraient l'information par l'entremise des fournisseurs d'information). Les ACVM ont explicité leurs attentes dans l'article 11.5 de l'Instruction complémentaire 21-101 :

« Bien que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières aient supprimé le concept d'« intégrateur de marchés », elles estiment toujours que l'intégration est importante pour nos marchés. Elles comptent y parvenir en veillant au respect des obligations d'accès équitable et d'exécution au meilleur prix. Elles feront le suivi pour s'assurer que l'absence d'intégrateur de marchés n'a pas d'effet préjudiciable sur le marché. ».

Nous sommes toujours d'avis que la diffusion de l'information avant et après les opérations est essentielle à la meilleure exécution et à l'intégrité des marchés, spécialement dans un contexte où un titre particulier peut se négocier sur plusieurs marchés. Selon les obligations actuelles, les courtiers devraient prendre en considération l'information provenant de tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie et prendre les dispositions nécessaires pour obtenir l'information relative aux ordres. Cette position concorde avec l'opinion exprimée par le comité sectoriel dans son rapport, qui déclarait que « [TRADUCTION] la consolidation des données avant et après les opérations entre les marchés sur lesquels s'exécutent des ordres sur les mêmes titres est nécessaire au Canada ». Bien que nous assurions un examen continu des questions générales de transaction hors cours et de meilleure exécution, il nous paraît important de clarifier nos attentes sur le sujet. Nous proposons donc de modifier l'Instruction complémentaire 23-101 en y ajoutant le paragraphe suivant :

« Nous nous attendons à ce que, pour satisfaire à son obligation d'exécution au meilleur prix, le courtier prenne en considération l'information relative aux ordres exécutés sur tous les marchés sur lesquels le titre concerné se négocie, et pas seulement les marchés auxquels il participe, et à ce qu'il prenne les dispositions nécessaires pour obtenir cette information. 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. »²⁷.

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

1. Titres de participation

Ainsi qu'il est indiqué précédemment, sur recommandation du comité sectoriel, nous avons prévu, dans la modification des textes sur les SNP effectuée en 2003, l'obligation que l'information sur les ordres et les opérations soit transmise à un fournisseur d'information. Il

²⁷ Projet de modification de l'Instruction complémentaire 23-101, alinéa 8 de l'article 4.1.

n'y aurait pas de consolidateur de données, mais nous nous attendions quand même à ce que des données consolidées soient utilisées. Dans son rapport, le comité sectoriel a formulé les objectifs clés suivants au chapitre de la consolidation des données :

- assurer visibilité et transparence à tous les principaux intéressés dans l'information continue avant et après les opérations sur les marchés;
- favoriser la meilleure exécution tout en permettant la souplesse dans les modes de négociation;
- favoriser l'efficacité en matière de réglementation et d'intégrité des marchés;
- réduire les nouveaux coûts pour les investisseurs;
- donner aux principaux intéressés la possibilité d'exploiter les relations commerciales et les moyens techniques existants.

À l'heure actuelle, il n'existe pas d'agence de traitement de l'information sur les titres de participation. Cependant, nous continuons de soutenir que la consolidation des données joue un rôle important dans la résolution des problématiques de meilleure exécution et d'intégrité des marchés, particulièrement dans un contexte de multiplicité des marchés. Maintenant que plusieurs marchés ont fait leur apparition, il est peut-être nécessaire de réévaluer si une solution à la consolidation des données qui émane des marchés est suffisante. Toutefois, nous estimons pour le moment qu'une agence de traitement de l'information assurerait l'existence d'une source centrale de données consolidées constante et conforme aux normes approuvées par les autorités de réglementation et nous encourageons les intéressés à se proposer comme agence de traitement de l'information chargée de consolider l'information avant et après les opérations sur les titres de participation. Nous publions, conjointement avec le présent avis, un avis d'appel de candidatures pour occuper cette fonction.

2. Titres d'emprunt

Les textes sur les SNP de 2003 maintenaient les obligations de transparence et de consolidation des données à l'égard des titres d'emprunt privés. CanPX a récemment été approuvée comme agence de traitement de l'information pour ces titres. Les titres d'emprunt publics ont toutefois été soustraits des obligations de transparence (et, par conséquent, de consolidation des données) jusqu'au 31 décembre 2006.

Il convient de signaler que l'approbation de CanPX comme agence de traitement de l'information des titres d'emprunt se termine le 31 décembre 2006. Un système solide est d'autant plus important que la transparence des titres d'emprunt, y compris les titres publics, sera mise en œuvre graduellement. Nous considérerons la prolongation de l'approbation de CanPX, mais nous publions par ailleurs, conjointement avec le présent avis, un avis invitant d'autres entités susceptibles d'occuper cette fonction à poser leur candidature.

G. Autres modifications

Nous avons effectué certaines autres modifications aux textes sur les SNP, la plupart pour apporter des éclaircissements sur les dispositions existantes. En voici le résumé :

1. NC 21-101

- modification de la définition de « titre d'emprunt public » afin de la conformer à celles prévues par la législation en vigueur²⁸;
- précision du fait que la dispense d'inscription à titre de courtier n'est pas ouverte aux SNP puisqu'ils sont également des marchés et que d'autres considérations entrent en ligne de compte²⁹;
- introduction de l'expression « opérations » dans les règles relatives à l'information après les opérations afin de corriger une erreur de rédaction³⁰;
- abrogation de l'article prévoyant la dispense pour les titres cotés qui sont des options ou des titres cotés à l'étranger jusqu'au 1^{er} janvier 2007 afin que les obligations de transparence s'appliquent à ces titres³¹;
- addition d'un article prévoyant des obligations pour les agences de traitement de l'information³²;
- addition d'un article prévoyant l'obligation pour les marchés de satisfaire aux exigences d'un fournisseur de services de réglementation³³;
- modifications visant à accorder les obligations de tenue de dossiers pour les marchés avec celles visant les courtiers³⁴;
- addition d'un article prévoyant l'obligation pour les marchés de mettre à la disposition du public toute prescription technique pendant les deux mois avant leur mise en activité ainsi que des installations d'essais pendant un mois³⁵;

²⁸ Projet de modification de la NC 21-101, article 1.1

²⁹ Projet de modification de la NC 21-101, article 6.2, et de l'Instruction complémentaire 21-101, alinéa 6 de l'article 3.4.

³⁰ Projet de modification de la NC 21-101, articles 7.2 et 7.4.

³¹ Projet de modification de la NC 21-101, article 7.5, et de l'Instruction complémentaire 21-101, alinéa 5 de l'article 9.1.

³² Projet de modification de la NC 21-101, article 7.6.

³³ Projet de modification de la NC 21-101, article 7.7.

³⁴ Projet de modification de la NC 21-101, alinéas 2 et 3 de l'article 11.2.

³⁵ Projet de modification de la NC 21-101, article 12.3.

2. Annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 et 21-101A6

- modification de l'Annexe 21-101A2, *Rapport initial sur le fonctionnement du système de négociation parallèle* afin de clarifier l'information à fournir en matière de compensation et de règlement³⁶;
- modification de l'Annexe 21-101A5, *Rapport initial sur le fonctionnement de l'agence de traitement de l'information* concernant la gouvernance, les systèmes et le fonctionnement, les droits exigibles et la sélection des titres à déclarer à l'agence de traitement de l'information³⁷;

3. Instruction complémentaire 21-101

- indication que l'information fournie par les marchés doit préciser l'identité du marché et contenir tout autre renseignement utile³⁸;

4. NC 23-101

- révision des territoires dont la législation prévoit des dispositions visant la manipulation et la fraude et où les dispositions de la NC 23-101 en la matière ne s'appliquent pas³⁹;
- précision du fait que le fournisseur de services de réglementation surveille non pas la conduite des bourses reconnues et des systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations, mais celle de leurs membres⁴⁰;

5. Instruction complémentaire 23-101

- précision du fait que, selon les obligations de meilleure exécution, les courtiers doivent prendre en considération l'information relative aux ordres exécutés sur tous les marchés et prendre les dispositions nécessaires pour accéder à cette information⁴¹.

³⁶ Projet de modification de l'Annexe 21-101A2, section « Annexe G ».

³⁷ Projet de modification de l'Annexe 21-101A5, Parties 1, 2, 4 et 6.

³⁸ Projet de modification de l'Instruction complémentaire 21-101, alinéa 2 de l'article 9.1.

³⁹ Projet de modification de la NC 23-101, alinéa 2 de l'article 3.1, et de l'Instruction complémentaire 23-101, article 2.1 et l'alinéa 2 de l'article 3.1.

⁴⁰ Projet de modification de la NC 23-101, alinéa *a* des articles 7.2 et 7.4.

⁴¹ Projet de modification de l'Instruction complémentaire 23-101, alinéa 8 de l'article 4.1.

V. QUESTIONS EN VUE DE LA CONSULTATION

Voici le récapitulatif des questions en vue de la consultation :

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?

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?

Question 3

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

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)?

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?

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?

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)?

Question 8

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

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?

VI. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

Dans les territoires où les projets de modification doivent être pris sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

VII. QUESTIONS ET COMMENTAIRES

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de modification au plus tard le 12 octobre 2006. Au Nouveau-Brunswick, les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de modification au plus tard le 24 novembre 2006.

Les commentaires doivent être transmis en deux exemplaires à toutes les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ci-dessous, à l'attention de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, comme suit :

British Columbia Securities Commission

Alberta Securities Commission

Saskatchewan Financial Services Commission

Commission des valeurs mobilières du Manitoba

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick

Securities Office, Île-du-Prince-Édouard

Nova Scotia Securities Commission

Securities Commission of Newfoundland and Labrador

Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest

Registraire des valeurs mobilières, Yukon

Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Gouvernement du Nunavut

a/s John Stevenson, Secretary
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
20 Queen Street West
Suite 1900, Box 55
Toronto (Ontario) M5H 3S8
Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Les commentaires doivent être également transmis à l'Autorité des marchés financiers du Québec comme suit :

Madame Anne-Marie Beaudoin
Directrice du secrétariat
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Tél. : 514-940-2150
Télec. : 514-864-6381
Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Prière de joindre une disquette contenant la version électronique des commentaires. Nous ne pouvons assurer la confidentialité des commentaires puisque la législation de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de commentaires.

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

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

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

Tony Wong
British Columbia Securities Commission

604-899-6764

Shaun Fluker
Alberta Securities Commission
403-297-3308

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

Le 14 juillet 2006