

Avis 31-346 du personnel des ACVM

Indications concernant l'application de la dispense pour courtier international aux placements de titres à revenu fixe en monnaie étrangère effectués par des émetteurs canadiens

Le 1^{er} septembre 2016

Objet

Le personnel (le **personnel** ou **nous**) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) publie le présent avis (l'**avis**) pour :

- souligner l'attention que les ACVM portent aux préoccupations exprimées par certains investisseurs institutionnels canadiens en raison de l'accès restreint pour les courtiers internationaux aux opérations visées sur les titres à revenu fixe d'émetteurs canadiens libellés en monnaie étrangère;
- préciser le champ d'application de la dispense pour courtier international prévue par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (le **Règlement 31-103**) en ce qui concerne les opérations visées sur titres à revenu fixe d'émetteurs canadiens libellés en monnaie étrangère;
- définir les circonstances dans lesquelles le personnel serait disposé à recommander des dispenses pour faciliter l'accès des émetteurs et investisseurs institutionnels canadiens aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

Les ACVM n'ignorent pas que des participants au marché font état d'un apparent déclin de la liquidité des marchés canadiens des titres à revenu fixe. Elles comprennent que certains estiment que les récentes modifications du régime réglementaire canadien puissent y avoir contribué. Par conséquent, nous publions les présentes indications pour préciser le champ d'application de la dispense pour courtier international prévue par le Règlement 31-103 et confirmer la volonté du personnel de recommander des dispenses, au besoin, pour faciliter l'accès des émetteurs et investisseurs institutionnels canadiens aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

Contexte

En collaboration avec la Banque du Canada, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) et d'autres intervenants, les ACVM surveillent plusieurs facteurs de vulnérabilité potentielle du système financier du Canada, notamment la

perception de déclin de la liquidité des marchés canadiens des titres à revenu fixe dont certains participants au marché font état¹.

Par ailleurs, les ACVM collaborent avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) à l'examen en cours de l'état de la liquidité des marchés mondiaux des titres à revenu fixe. Elles font remarquer que cette organisation estime, dans son rapport intitulé *Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets*, qu'il n'existe aucune preuve concluante de détérioration notable de la liquidité de ces marchés par rapport à la norme historique des périodes hors-crise. Les conclusions de l'OICV reposent sur une analyse détaillée de mesures de la liquidité, les résultats de sondages effectués par le secteur et les organismes de réglementation, des tables rondes organisées avec le secteur et une analyse de recherches notamment universitaires et gouvernementales².

Les ACVM consultent également plusieurs intervenants, dont des représentants de l'Association canadienne des investisseurs obligataires (CBIA), qui craignent que les mesures prises par certains courtiers étrangers en ce qui concerne leur participation aux marchés des titres à revenu fixe aient pu nuire à la capacité des investisseurs institutionnels canadiens d'exécuter des opérations visées sur les titres de créance d'émetteurs canadiens libellés en monnaie étrangère sur les marchés mondiaux des titres à revenu fixe³.

Nous sommes sensibles aux préoccupations liées au fait qu'une baisse de la liquidité des marchés peut augmenter les coûts et les risques pour les gestionnaires d'actifs et autres investisseurs institutionnels canadiens dans l'exercice de leur mandat et pour les émetteurs de titres de créance, notamment privés, lors de l'obtention du financement nécessaire.

Nous publions les présentes indications pour corriger les perceptions erronées éventuelles au sujet de la dispense pour courtier international prévue par le Règlement 31-103 et confirmer notre volonté de recommander des dispenses pour faciliter l'accès des émetteurs et investisseurs institutionnels canadiens aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

Changements récents dans les pratiques du marché

Nous comprenons que plusieurs courtiers internationaux ont récemment avisé leurs clients institutionnels canadiens qu'ils ne peuvent pas réaliser d'opérations visées sur les titres de créance d'émetteurs canadiens avec des clients canadiens en raison des récentes modifications réglementaires au Canada. Dans certains cas, les courtiers en placement canadiens qui sont membres du même groupe que ces sociétés peuvent réaliser ces opérations avec des clients institutionnels canadiens, mais, dans d'autres, ils ne sont pas en mesure d'offrir un niveau d'accès comparable aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

1 Voir par exemple la *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin 2016), p. 18, au <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2016/06/rsf-juin2016.pdf>.

2 Le rapport 2016 sur la liquidité a été publié le 5 août 2016. On peut le consulter au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD537.pdf>.

3 Nous savons que les intervenants ont également exprimé des préoccupations au sujet des déclarations de placement avec dispense exigées en vertu du *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*. Les ACVM les analysent séparément.

Dans ces conditions, plusieurs intervenants s'inquiètent des difficultés des investisseurs institutionnels canadiens, y compris les caisses de retraite, fonds d'investissement et autres gestionnaires d'actifs, à participer à certains placements de titres de créance d'émetteurs canadiens, notamment ceux qui sont libellés en dollars américains et effectués principalement à l'étranger, ainsi que du désavantage concurrentiel que ces investisseurs subissent en conséquence sur le plan international.

Clarification du champ d'application de la dispense pour courtier international

Le sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 8.18 du Règlement 31-103 prévoit que, sous réserve de certaines conditions⁴, l'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas à « une opération visée sur un titre de créance avec un client autorisé⁵ au cours du placement de ce titre si celui-ci est offert principalement dans un territoire étranger et sans qu'un prospectus ait été déposé auprès d'une autorité canadienne en valeurs mobilières en vue du placement ».

Par conséquent, le courtier international qui remplit les conditions pertinentes peut effectuer avec des investisseurs institutionnels canadiens des opérations visées sur les titres de créance de tout émetteur, notamment les titres à revenu fixe libellés en monnaie étrangère qui sont offerts par des émetteurs canadiens de titres de créance privés et publics, au moment de leur placement, si celui-ci est effectué principalement à l'étranger et que l'émetteur n'a pas déposé de prospectus au Canada.

Nous reconnaissons que la dispense pour courtier international ne traite pas explicitement de la revente des titres ni de leur négociation sur le marché secondaire par les investisseurs institutionnels canadiens, que l'opération se déroule avec un autre investisseur institutionnel au Canada ou une personne située à l'étranger.

Compte tenu des orientations réglementaires, le personnel croit qu'il n'existe aucune raison de limiter la dispense prévue au sous-paragraphe *b* du paragraphe 2 de l'article 8.18 aux opérations visées qui sont effectuées pendant la période initiale du placement des titres ou de conclure qu'un courtier international devrait avoir la permission de vendre des titres de créance à un investisseur institutionnel canadien, mais non d'agir pour celui-ci en vue de leur revente. Nous reconnaissons cependant que les préoccupations soulevées par le libellé actuel peuvent décourager les courtiers internationaux de participer à des placements de titres à revenu fixe canadiens libellés en monnaie étrangère pour le compte de clients institutionnels canadiens.

En conséquence, le personnel publie les présentes indications afin de confirmer qu'il est disposé à recommander des dispenses permettant aux courtiers internationaux de négocier avec des

4 En vertu de ces conditions, le courtier international est généralement tenu d'avoir son siège ou son établissement principal dans un territoire étranger, d'être inscrit à titre de courtier dans ce territoire, de n'effectuer d'opérations visées qu'avec des émetteurs de titres ou des clients autorisés, de déposer un acte d'acceptation de compétence et de désignation d'un mandataire aux fins de signification et de fournir certains renseignements sur les risques au client autorisé relativement à son état de courtier international.

5 L'expression « client autorisé » est définie à l'article 1.1 du Règlement 31-103 et s'entend, de manière générale, de divers types d'investisseurs institutionnels.

investisseurs institutionnels pour faciliter la revente de titres de créance à un autre investisseur institutionnel au Canada ou à une personne située à l'étranger, pourvu qu'ils ne soient inscrits à la cote d'aucun marché canadien et sous réserve des conditions que les ACVM jugent appropriées.

Nous reconnaissons aussi qu'il peut parfois être difficile d'établir, au moment de la revente, si les titres de créance ont été initialement offerts principalement dans un territoire étranger et si un prospectus a été déposé au Canada en vue du placement. Nous discutons actuellement avec les intervenants pour confirmer l'ampleur du problème et envisagerons de recommander des dispenses pour le résoudre si nécessaire.

Le personnel pourrait recommander de modifier la dispense pour courtier international afin de répondre à ces préoccupations dans le cadre de modifications à venir du Règlement 31-103. Dans l'intervalle, le personnel de certaines autorités en valeurs mobilières pourrait aussi recommander d'y répondre au moyen d'une décision générale. Si vous avez des commentaires, veuillez vous adresser aux membres du personnel ci-dessous.

Questions

Pour toute question sur le présent avis, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Noémie C. Girard
Analyste en réglementation
Direction de l'encadrement des intermédiaires
Autorité des marchés financiers
418 525-0337, poste 4806
noemie.corneau-girard@lautorite.qc.ca

Isaac Filate
Senior Legal Counsel
Capital Markets Regulation
British Columbia Securities Commission
604 899-6573
1 800 373-6393
ifilate@bcsc.bc.ca

Navdeep Gill
Manager, Registration
Alberta Securities Commission
403 355-9043
navdeep.gill@asc.ca

Liz Kutarna
Deputy Director, Capital Markets
Securities Division
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

306 787-5871
liz.kutarna@gov.sk.ca

Chris Besko
Directeur et conseiller juridique
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
204 945-2561 et 1 800 655-5244
(Sans frais au Manitoba seulement)
chris.besko@gov.mb.ca

Paul Hayward
Senior Legal Counsel
Compliance and Registrant Regulation
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
416 593-8288
phayward@osc.gov.on.ca

Brian W. Murphy
Deputy Director, Capital Markets
Nova Scotia Securities Commission
902 424-4592
murphybw@gov.ns.ca

Jason Alcorn
Conseiller juridique principal, Valeurs mobilières
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
506 643-7857
jason.alcorn@fcnb.ca

Steven Dowling
Acting Director
Consumer, Labour and Financial Services Division
Justice and Public Safety
Gouvernement de l'Île-du-Prince-Édouard
902 368-4551
sddowling@gov.pe.ca

John O'Brien
Superintendent of Securities
Service NL
Gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador
709 729-4909
johnobrien@gov.nl.ca

Jeff Mason
Directeur du bureau d'enregistrement

Ministère de la Justice, gouvernement du Nunavut
867 975-6591
jmason@gov.nu.ca

Thomas Hall
Surintendant des valeurs mobilières
Ministère de la Justice
Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
867 767-9305
tom_hall@gov.nt.ca

Rhonda Horte
Surintendante adjointe
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon
867 667-5466
rhonda.horte@gov.yk.ca