

**AVIS DE PUBLICATION DE LA NORME CANADIENNE 21-101,
LE FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ,
DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 21-101
ET DES ANNEXES 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 ET 21-101A6**

ET

**DE LA NORME CANADIENNE 23-101, LES RÈGLES DE NÉGOCIATION
ET DE L'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101**

1. LE CONTEXTE

Le 17 août dernier, les autres membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») ont adopté

§ la Norme canadienne 21-101, *Le fonctionnement du marché* (la Norme canadienne 21-101), l'Instruction complémentaire 21-101 et les annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4, 21-101A5 and 21-101A6 (appelées ensemble les « textes sur le fonctionnement du marché »),

§ la Norme canadienne 23-101, *Les règles de négociation* (la Norme canadienne 23-101) et l'Instruction complémentaire 23-101 (appelées ensemble les « textes sur la négociation »).

Les « textes sur les SNP » désignent l'ensemble formé par ces deux séries de textes, qu'on trouvera à la suite du présent avis.

La Commission des valeurs mobilières du Québec (ci-après « la Commission ») adopte à son tour les textes sur les SNP, qui concordent à une exception près à la publication du 17 août. De plus, la Commission reprend à son compte les commentaires contenus dans l'avis de publication adopté par les autres membres des ACVM. Elle y ajoute cependant certains commentaires propres portant sur trois aspects des textes sur les SNP, à savoir :

- les enjeux relatifs à la mise en œuvre des dispositions concernant la réglementation des marchés de titres de participation ;
- les règles de transparence applicables à la négociation de titres d'emprunt publics non cotés ;
- les dispositions transitoires relatives à l'intégration des marchés de titres de participation.

La première publication des textes sur les SNP en vue d'une consultation publique remonte au 27 août 1999¹ (le projet de 1999); une deuxième publication pour consultation a eu lieu le 4 août 2000² (le projet de 2000). Au cours de la seconde consultation, qui a pris fin le 30 octobre 2000, nous avons reçu 22 mémoires. On trouvera à l'annexe A une liste des intervenants, un résumé de leurs observations et la réponse des ACVM. Nous remercions tous les intervenants des observations qu'ils ont présentées sur les deux projets. On trouvera des renseignements additionnels sur le contexte ainsi que le sommaire des observations reçues au sujet du projet de 1999 dans les avis de consultation publiés avec ces deux projets.

Certaines modifications ont été apportées au projet qui avait été soumis à la consultation à l'été de 2000. Ces modifications ont notamment introduit des dispositions transitoires qui permettront aux différents participants aux marchés de mieux s'adapter au nouvel environnement réglementaire proposé. Ces dispositions touchent notamment la réglementation des marchés de revenus fixes, la consolidation des données et l'intégration des marchés. Ces dispositions rejoignent les préoccupations exprimées par la Commission tout au long des discussions qui ont mené à la formulation des textes sur les SNP.

¹ Bulletin, vol. xxx, n° 34.

² Bulletin, vol. xxxi, n° 31.

Dans l'ensemble, ces modifications ne justifient pas de procéder à une nouvelle publication des textes sur les SNP en vue d'une consultation publique. Sous réserve des commentaires qui sont exprimés ci-après, la Commission adopte donc les textes sur les SNP en vue de leur entrée en vigueur le 1^{er} décembre 2001.

A. Les préoccupations particulières de la Commission

i) La réglementation des marchés de titres de participation

Au moment de finaliser l'avis de publication des projets de 2000, la Commission avait exprimé des préoccupations importantes concernant les mesures à prendre pour éviter les situations ou les apparences de conflits d'intérêts en matière de réglementation des marchés de titres de participation au Canada. La Commission avait alors notamment fait valoir que les SNP, qui constituent d'éventuels concurrents aux bourses, ne devraient pas être contraints de faire affaires avec ces bourses pour assurer la réglementation de leur marché. Par ailleurs, la Commission estimait alors et maintient toujours que le fait, pour une bourse, de détenir une position de contrôle dans la propriété ou dans la gestion d'un organisme d'auto réglementation destiné à réglementer les marchés de ses concurrents place cette bourse dans une situation de conflit d'intérêt ou d'apparence de conflit d'intérêt. Dans un cas comme dans l'autre, une telle situation peut avoir des répercussions négatives sur la crédibilité des marchés de valeurs mobilières canadiens. La Commission a alors fortement insisté pour maintenir la question relative à la réglementation des marchés de titres de participation dans l'avis de consultation publique de l'été 2000, ce qui a été fait.

Les discussions que la Commission a poursuivies depuis lors, de même que les commentaires reçus à la suite de la publication de l'été 2000, justifient pleinement ces préoccupations, que la Commission maintient à ce jour. La Commission partage avec les autres membres des ACVM l'opinion que les mécanismes de réglementation des marchés prévus dans les textes sur les SNP sont conformes à l'intérêt public et seront à l'avantage général des marchés de valeurs mobilières au Canada.

Toutefois, ces mécanismes ne pourront donner les résultats escomptés que dans la mesure où les autorités réglementaires reconnaissent un ou des fournisseurs de services de réglementation qui ne soient pas dans des situations récurrentes de conflits d'intérêts ou d'apparence de conflits d'intérêts. À cet égard, la Commission souscrit pleinement aux principes énoncés dans la partie 5.B, du présent avis. C'est dans cette perspective qu'elle entend aborder la demande de RS Inc. d'être reconnu comme fournisseur de services de réglementation en vertu des dispositions des textes sur les SNP. Cette demande est soumise conjointement par la Bourse de Toronto et par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, qui sont les promoteurs de ce projet et les co-propriétaires de l'éventuel organisme. La Commission souhaite que l'ensemble des intervenants concernés aient l'occasion de faire valoir leurs points de vue d'ici la décision sur la demande de reconnaissance de RS Inc. et l'entrée en vigueur des normes.

ii) Les règles de transparence pour les titres d'emprunt publics non cotés

À l'instar des autres membres des ACVM, la Commission entend accroître le niveau de transparence sur les marchés de titres d'emprunts. La Commission adopte donc l'ensemble des mesures contenues dans les textes sur les SNP concernant la transparence sur ces marchés. Toutefois, la Commission exprime une réserve particulière en ce qui concerne les règles proposées pour les titres d'emprunt publics non cotés.

Dans le cas des titres d'emprunt émis par des entreprises privées, des mécanismes ont été inclus dans les textes sur les SNP pour, d'une part, accroître la transparence du processus de négociation et des transactions effectuées et, d'autre part, pour maintenir des conditions acceptables pour les courtiers contrepartistes qui fournissent une part importante de la liquidité sur ces marchés. La formule utilisée a été en bonne partie inspirée de l'expérience américaine des dernières années et repose sur l'utilisation de «seuils» ou de «plafonds» qui limitent la divulgation des volumes de transaction à des maximums prédéfinis.³

³ Ces plafonds sont respectivement de 2 000 000 \$ pour les titres d'emprunts privés de qualité supérieure et de 200 000 \$ pour les autres titres. Voir l'instruction complémentaire 21-101, partie 10 (et plus particulièrement les alinéas 7 et 8 de l'article 10.2).

Or, les textes sur les SNP ne proposent pas de tels seuils dans le cas des titres d'emprunt publics canadiens. La Commission estime nécessaire d'assurer que la mise en œuvre de nouvelles règles de transparence sur les marchés d'emprunts publics n'aient pas pour effet de compromettre une gestion efficace et efficiente de la dette de l'ensemble des gouvernements et des administrations publiques au Québec comme dans l'ensemble du Canada. La Commission maintient qu'une meilleure transparence des marchés de titres d'emprunt privés et publics est dans l'intérêt public et profitera tant aux émetteurs qu'aux investisseurs.

Toutefois, avant l'entrée en vigueur des textes sur les SNP, la Commission estime nécessaire de poursuivre les discussions avec les autorités responsables de la gestion de la dette publique pour déterminer s'il y a lieu de prévoir certains aménagements au niveau de l'interprétation ou de l'application de ces textes, dans le but de concilier l'objectif d'une meilleure transparence avec les impératifs de la gestion de la dette publique. La Commission réévaluera la situation en temps opportun et pourra au besoin prendre les mesures nécessaires ou modifier sa propre décision.

iii) La première phase de l'intégration des marchés de titres de participation

Au moment de la publication de l'été 2000, les projets de textes sur les SNP comportaient des provisions immédiatement applicables en matière de consolidation des données et d'intégration des marchés. Pour les raisons indiquées dans l'avis⁴, il a été décidé de surseoir à la mise en œuvre de la consolidation de données pour une période ne se prolongeant pas au delà du 31 décembre 2003. D'ici là, les ACVM espèrent que l'industrie se sera entendue pour formuler une proposition acceptable.

Le plan de consolidation du marché canadien contenait également des dispositions relatives aux mécanismes d'intégration des marchés. Ces dispositions, qui permettent l'acheminement électronique d'ordres entre places de marché, ont pour but de permettre aux investisseurs d'avoir accès aux meilleurs contreparties disponibles pour leurs ordres, quel qu'en soit la localisation dans le marché canadien. La Commission souscrit aux principes et aux modalités prévues dans les textes sur les SNP en matière d'intégration de marchés.

Toutefois, la Commission exprime certaines réserves sur les dispositions transitoires qui prévaudront, en matière d'intégration de marchés, d'ici à ce qu'un modèle de consolidation de données soit opérationnel sur le marché canadien. Plus particulièrement, la Commission a décidé de reporter jusqu'à nouvel ordre l'adoption de l'alinéa 1) de l'article 9,2 de la norme 21-101, qui fait partie des textes publiés le 17 août par les autres membres des ACVM.

Compte tenu des exemptions temporaires qui ont été accordées quant aux dispositions relatives à la consolidation des données, la Commission entend vérifier la pertinence d'obliger les places de marché à établir entre elles des liens électroniques avant que le modèle canadien de consolidation des données n'ait fait l'objet d'un consensus au sein de l'industrie ou, qu'à défaut, les ACVM aient décidé d'imposer une solution acceptable. La Commission rappelle que, d'ici à l'entrée en opérations d'un système de consolidation de données, les investisseurs n'auront accès qu'à des informations limitées pour leur permettre de connaître, en temps réel, les meilleurs cours disponibles sur les marchés. Elles tiennent également à rappeler que les courtiers qui opèrent sur le marché canadien demeurent tenus de respecter les règles de «meilleure exécution» et, par conséquent, d'assurer à leurs clients l'exécution de leurs ordres aux meilleurs prix disponibles.

⁴ Voir infra, section 3.A.

2. LE CADRE RÉGLEMENTAIRE DES SYSTÈMES DE NÉGOCIATION PARALLÈLES

Les textes sur les SNP font partie d'une initiative des ACVM visant à créer un cadre qui permet la concurrence entre les bourses traditionnelles et les marchés, tout en assurant que les négociations sont équitables et transparentes. Les textes sur les SNP exposent un régime de réglementation des SNP qui leur donne le choix de la manière dont ils seront réglementés. Ils cherchent à minimiser la fragmentation en établissant des règles de déclaration des ordres et des opérations, des règles de consolidation de l'information et des règles d'intégration des marchés. En outre, les textes sur les SNP visent à assurer et à améliorer l'intégrité du marché par le moyen de la Norme canadienne 23-101.

Les objectifs de réglementation des textes sur les SNP sont de fournir aux investisseurs un choix, d'améliorer la formation des cours et de réduire les coûts d'exécution. On trouvera à l'annexe B un tableau qui récapitule les règles de transparence et les obligations de réglementation du marché que contiennent les textes sur les SNP. Ce tableau vise à aider le lecteur; toutefois, en cas de divergence entre le tableau et les textes sur les SNP, ce sont ces derniers qui prévalent.

A. *Le choix du mode de réglementation pour les marchés*

La Norme canadienne 21-101 régit tous les marchés qui fonctionnent au Canada. Les marchés comprennent les bourses, les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations et les SNP⁵. Tous les marchés sont assujettis à certaines règles, notamment en ce qui touche la consolidation de l'information⁶, l'intégration des marchés⁷, l'information et la tenue de dossiers⁸ et la capacité des systèmes⁹.

Un marché peut choisir de fonctionner selon l'un ou l'autre des trois modèles de réglementation suivants :

1. Un marché peut choisir d'être membre d'une bourse, et donc être assujetti aux règles et aux politiques de cette bourse. Le marché qui choisit d'être membre d'une bourse n'est pas soumis à la Norme canadienne 21-101¹⁰.
2. Un marché peut choisir d'être réglementé comme bourse. Le marché qui choisit d'être réglementé comme bourse doit demander la reconnaissance selon la législation en valeurs mobilières, déposer le formulaire prévu à l'annexe 21-101A1; il est assujetti aux règles de la législation en valeurs mobilières et aux dispositions additionnelles des textes sur les SNP qui s'appliquent aux bourses¹¹. Les textes sur le fonctionnement du marché fournissent des indications en vue de déterminer si les ACVM vont considérer qu'un marché constitue une bourse. Si un marché remplit certaines fonctions, les ACVM vont considérer qu'il constitue une bourse selon la législation en valeurs mobilières et exiger qu'il soit reconnu comme bourse pour exercer son activité, à moins qu'il n'obtienne une dispense des autorités en valeurs mobilières¹². Font partie de ces fonctions l'inscription à la cote, la garantie de liquidité, l'établissement de règles régissant la conduite des participants du marché, sauf celles qui sont nécessaires pour régir la méthode de négociation ou l'algorithme utilisé par ces participants du marché et les mesures disciplinaires prises contre les adhérents.
3. Un marché peut choisir d'être réglementé comme SNP. Il doit alors s'inscrire à titre de courtier selon la législation en valeurs mobilières, devenir membre d'une entité d'autoréglementation et déposer le formulaire prévu à l'annexe 21-101A2 et il est assujetti aux dispositions additionnelles des textes sur les SNP qui s'appliquent aux SNP¹³.

⁵ Le terme « marché » est défini à l'article 1.1 de la Norme canadienne 21-101.

⁶ Parties 7 et 8 de la Norme canadienne 21-101.

⁷ Partie 9 de la Norme canadienne 21-101.

⁸ Partie 11 de la Norme canadienne 21-101.

⁹ Partie 12 de la Norme canadienne 21-101.

¹⁰ Article 2.1 de la Norme canadienne 21-101.

¹¹ La partie 5 de la Norme canadienne 21-101 impose des règles aux bourses reconnues et aux systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations.

¹² Paragraphe 1) de l'article 3.3 de l'Instruction complémentaire 21-101.

¹³ Les parties 6 et 13 de la Norme canadienne 21-101 contiennent les règles qui sont applicables seulement aux SNP qui ne sont

Les marchés qui correspondent à la définition législative du système de cotation et de déclaration d'opérations qu'on trouve dans certaines provinces ne peuvent exercer leur activité de système de cotation et de déclaration d'opérations à moins d'être reconnus par l'autorité en valeurs mobilières intéressée ou d'être réglementés à titre de SNP selon les textes sur les SNP.

Les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont exclus de la définition du marché. Ils ont le choix du mode de réglementation auquel ils seront soumis selon les textes sur les SNP. L'intermédiaire entre courtiers sur obligations peut choisir d'être assujéti au Statut 36 de l'ACCOVAM, *Courtage sur le marché obligataire entre courtiers* (le Statut 36) et au Règlement 2100 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), *Systèmes de courtage sur le marché obligataire entre courtiers* (le Règlement 2100). L'intermédiaire entre courtiers sur obligations qui fait ce choix est exclu de la définition du marché dans la Norme canadienne 21-101 et il est assujéti aux règles de transparence de la partie 8 de cette norme. Les ACVM ont demandé à l'ACCOVAM de modifier le Règlement 2100 pour supprimer la restriction sur les clients des intermédiaires entre courtiers sur obligations. L'ACCOVAM envisagera d'accorder une dispense de cette restriction jusqu'à ce que la modification soit mise au point. Ou plutôt l'intermédiaire entre courtiers sur obligations peut choisir d'être un SNP et de se conformer aux dispositions des textes sur les SNP applicables aux marchés et aux SNP¹⁴.

B. Les titres négociés sur le SNP

Nous avons eu des discussions approfondies avec les intervenants au sujet des titres qui devraient, de façon appropriée, être négociés sur le SNP. Au terme de ces discussions, nous avons décidé de restreindre, pour l'instant, les titres qui peuvent être négociés sur le SNP.

Selon la Norme canadienne 21-101, le SNP ne doit pas exécuter d'opérations sur des titres autres que les titres cotés, les titres d'emprunt privés, les titres d'emprunt publics et les titres cotés à l'étranger¹⁵. Les titres cotés comprennent les titres de participation, les titres privilégiés, les options et les titres d'emprunt cotés. Un titre intercoté constitue un titre coté. Le titre qui est négocié sur un mécanisme d'une bourse, sans être inscrit à la cote d'une bourse, ou qui est affiché sur un babillard hors cote, par exemple, l'OTCBB du Nasdaq, n'est pas considéré comme constituant un titre coté à l'étranger et ne peut donc être négocié sur un SNP.

Le SNP qui souhaite négocier des titres de participation hors cote peut présenter une demande aux ACVM. Les ACVM vont examiner la demande et pourront autoriser la négociation de ces titres si cela n'est pas contraire à l'intérêt public. Pour cette décision, les ACVM prendront en compte divers facteurs, dont les dispositions concernant la réglementation des émetteurs.

C. La Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation

Les textes sur la négociation exposent les règles de négociation communes, qui vont s'appliquer à toutes les négociations, qu'elles interviennent sur un marché ou non. Ils n'interdisent pas aux marchés de mettre en œuvre des règles additionnelles. Les règles prévues dans les textes sur la négociation comprennent l'interdiction de la manipulation et de la fraude¹⁶ et une obligation d'exécution au meilleur prix¹⁷. Les textes sur la négociation imposent également au SNP l'obligation de conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation chargé de surveiller les activités de négociation du SNP et de ses adhérents et de prendre les mesures d'application des règles du fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation est défini comme une personne ou société qui fournit des services de réglementation et qui est une bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une entité d'autoréglementation reconnue¹⁸.

pas membres d'une bourse et n'ont pas choisi d'être reconnus en tant que bourses.

¹⁴ Paragraphe 8) de l'article 2.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

¹⁵ Article 6.3 de la Norme canadienne 21-101.

¹⁶ Partie 3 de la Norme canadienne 23-101.

¹⁷ Partie 4 de la Norme canadienne 23-101.

¹⁸ Article 1.1 de la Norme canadienne 21-101.

Selon les textes sur la négociation, la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations doit établir ses propres règles et soit prendre directement les mesures d'application de celles-ci, soit conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation qui surveillera la conformité à ces règles et prendra les mesures d'application de celles-ci¹⁹. Par contre, le fournisseur de services de réglementation pour le SNP adopte les règles qui s'appliqueront au SNP et le SNP s'engage à se conformer à ces règles. Les adhérents du SNP devront conclure une entente avec le SNP portant que l'adhérent se conformera aux règles établies par le fournisseur de services de réglementation du SNP²⁰.

On trouvera d'autres indications au sujet de la réglementation du marché, du fournisseur de services de réglementation et de son rôle dans la partie 5 ci-dessous.

3. LES RÈGLES DE TRANSPARENCE SELON LES TEXTES SUR LES SNP

Pour réduire au minimum les conséquences négatives découlant du fait que différents marchés négocient le même titre, les textes sur les SNP imposent des règles de transparence de l'information aux participants du marché négociant des titres cotés, des titres cotés à l'étranger et des titres d'emprunt non cotés (privés ou publics) et imposent des règles d'intégration des marchés à tous les marchés. Les règles d'intégration des marchés font l'objet de la partie 4 ci-dessous. Dans le cadre des règles de transparence de l'information, les marchés négociant des titres cotés ou des titres cotés à l'étranger doivent fournir l'information à une agence de traitement de l'information. Le marché, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier négociant des titres d'emprunt non cotés doivent fournir l'information à une agence de traitement de l'information. L'agence de traitement de l'information collecte l'information et la diffuse sous forme d'une liste consolidée. Il peut y avoir plus d'une agence de traitement de l'information, soit une pour les titres cotés, une pour les titres cotés à l'étranger et une pour les titres d'emprunt non cotés.

A. La consolidation des données

i) Les titres cotés et les titres cotés à l'étranger

Dans le projet de 2000, le terme « consolidateur de données » était défini comme la personne ou société qui a conclu une entente avec une autorité en valeurs mobilières en vue de recevoir et de fournir l'information conformément à la partie 7 de la Norme canadienne 21-101²¹. Dans la Norme canadienne 21-101, ce terme a été remplacé par celui d'« agence de traitement de l'Information », défini comme la personne ou société qui reçoit et fournit des informations conformément à la Norme canadienne 21-101 et qui a déposé le formulaire prévu à l'annexe 21-101A5²².

Nous avons publié une demande de propositions (DP) le 4 août 2000 en vue de choisir une entité chargée d'élaborer et de mettre en œuvre la fonction de consolidation de données. Au cours des négociations avec l'entité choisie, nous avons décidé de différer la mise en œuvre de la consolidation des données pour les titres cotés et les titres cotés à l'étranger pour une période d'environ deux ans. Nous allons plutôt demander que les marchés et les autres participants du secteur élaborent et mettent en œuvre une solution permettant de consolider l'information sur les ordres et sur les opérations pour les titres cotés et pour les titres cotés à l'étranger d'ici le 31 décembre 2003. Dans l'intervalle, la Norme canadienne 21-101 prévoit une dispense de la règle obligeant les marchés à fournir l'information sur les ordres et sur les opérations à une agence de traitement de l'information, à la condition que le marché fournisse l'information à un fournisseur d'information. La dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003²³.

¹⁹ Partie 7 de la Norme canadienne 23-101.

²⁰ Partie 8 de la Norme canadienne 23-101.

²¹ Article 1.1 de la Norme canadienne 21-101 du projet de 2000.

²² Article 1.1 de la Norme canadienne 21-101.

²³ Article 7.5 de la Norme canadienne 21-101.

ii) Les titres d'emprunt non cotés

Une agence de traitement de l'information collectera et diffusera également l'information sur les ordres et sur les opérations pour les titres d'emprunt publics et privés. L'agence de traitement de l'information collectera l'information portant sur ces titres fournie par les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers et créera une liste consolidée, qu'elle diffusera auprès des fournisseurs d'information, des agences de presse et d'autres clients²⁴.

CanPX a déposé le formulaire prévu à l'annexe 21-101A5 en vue de devenir agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunts non cotés en prévision de l'adoption des textes sur les SNP. CanPX assure actuellement la transparence de l'information pour le marché des titres d'emprunt de gros. CanPX opère la fusion de listes reçues des intermédiaires entre courtiers sur obligations participants et diffuse la meilleure demande, la meilleure offre et l'information sur la dernière opération pour certains titres d'emprunt publics de référence et certains autres titres d'emprunt publics désignés.

Nous publierons un avis indiquant que CanPX a déposé le formulaire prévu à l'annexe 21-101A5 en vue de commencer à exercer l'activité d'agence de traitement de l'information pour les titres à revenu fixe et que le formulaire peut être consulté par le public. L'avis indiquera que les personnes intéressées disposent d'un délai de 30 jours à compter de la publication de l'avis pour présenter des observations. À l'expiration de la période de consultation, le personnel examinera les observations reçues et établira une recommandation indiquant s'il est ou non contraire à l'intérêt public que CanPX exerce la fonction d'agence de traitement de l'information selon les textes sur les SNP. Nous publierons un avis indiquant si CanPX sera ou non l'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt non cotés.

iii) Les règles applicables à l'agence de traitement de l'information

Les textes sur les SNP imposent un certain nombre de règles à l'entité qui devient agence de traitement de l'information. La personne ou société qui compte exercer l'activité d'agence de traitement de l'information doit déposer le formulaire prévu à l'annexe 21-101A5 au moins 90 jours avant de commencer son activité²⁵. Sur réception, nous procéderons à l'examen du formulaire pour déterminer s'il n'est pas contraire à l'intérêt public que cette personne ou société assure la fonction de consolidation pour un type particulier de titres (p. ex., les titres cotés ou les titres d'emprunt non cotés). L'agence de traitement de l'information doit conclure une entente avec chaque marché, chaque intermédiaire entre courtiers sur obligations et chaque courtier lui fournissant de l'information. L'agence de traitement de l'information doit :

- assurer la collecte, le traitement, la diffusion et la publication de l'information d'une manière rapide, exacte, fiable et loyale;
- tenir les dossiers nécessaires pour rendre compte de son activité;
- se conformer à certaines exigences particulières concernant les systèmes²⁶.

Le dépôt du formulaire et l'établissement des règles applicables à l'agence de traitement de l'information visent à assurer la disponibilité d'une information rapide et exacte sur les ordres et sur les opérations et à évaluer la viabilité constante de l'entité chargée de la fonction de consolidation.

B. Les règles de transparence pour les titres cotés

i) La transparence de l'information sur les ordres et sur les opérations

Selon les textes sur les SNP, tous les marchés (les bourses, les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations, les courtiers exécutant des opérations sur des titres cotés hors marché et les SNP) qui affichent

²⁴ Partie 8 de la Norme canadienne 21-101.

²⁵ Article 14.1 de la Norme canadienne 21-101.

²⁶ Partie 14 de la Norme canadienne 21-101.

des ordres sur des titres cotés ou sur des titres cotés à l'étranger doivent fournir l'information sur ces ordres à une agence de traitement de l'information²⁷. Dans le cas des titres cotés ou des titres cotés à l'étranger, à l'exception des options, les marchés doivent fournir au moins les éléments suivants : le type de titre, l'émetteur, la catégorie, le symbole et la série du titre, les cinq meilleures demandes et les cinq meilleures offres pour chaque titre coté et chaque titre coté à l'étranger affiché et le volume total déclaré pour chacune de ces demandes et offres. Dans le cas des options, les marchés doivent fournir au moins les éléments suivants : le sous-jacent, le mois d'échéance, le prix d'exercice, la meilleure demande et la meilleure offre sur chaque option affichée et le volume total déclaré pour chacune de ces demandes et offres. Il appartient au marché de déterminer s'il veut présenter les numéros d'identification des courtiers et les fournir à l'agence de traitement de l'information²⁸. Les marchés individuels doivent enregistrer les numéros d'identification des courtiers pour les besoins de la piste de vérification.

En outre, tous les marchés doivent fournir à une agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci, l'information sur toutes les opérations portant sur les titres cotés et les titres cotés à l'étranger²⁹. Dans le cas des titres cotés ou des titres cotés à l'étranger, à l'exception des options, les informations suivantes doivent être fournies : le type de titre, l'émetteur, la catégorie, le symbole et la série du titre, le volume, le cours et la date et l'heure de l'opération, ainsi que toute autre information exigée par l'agence de traitement de l'information. Pour les options, les informations à fournir sont les suivantes : le sous-jacent, le mois d'échéance, le prix d'exercice, le volume, le cours et la date et l'heure de l'opération, ainsi que toute autre information exigée par l'agence de traitement de l'information³⁰.

Les marchés doivent fournir l'information sur les ordres et sur les opérations en temps réel ou d'une manière s'en rapprochant le plus possible³¹.

Ainsi qu'il a été indiqué, une dispense des règles de transparence est prévue pour les marchés négociant des titres cotés ou des titres cotés à l'étranger qui fournissent l'information à un fournisseur d'information. La dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003³².

C. Les règles de transparence pour les titres d'emprunt non cotés

i) La transparence de l'information sur les ordres et sur les opérations

Nous sommes convaincus qu'il est important d'améliorer la transparence sur les marchés canadiens de titres d'emprunt. Dans ce but, nous avons mené des discussions approfondies avec la Banque du Canada, les provinces et le ministère des Finances fédéral, pour déterminer le niveau approprié de transparence pour les marchés de titres d'emprunt. Sur la base de ces discussions et avec l'appui des participants du marché des titres d'emprunt, nous avons affiné les règles de transparence applicables aux marchés, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux courtiers qui négocient des titres d'emprunt privés et des titres d'emprunt publics (appelés ensemble les titres d'emprunt non cotés). Dans le projet de 2000, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les teneurs de marché devaient fournir toute l'information à l'agence de traitement de l'information. Les règles applicables aux intermédiaires entre courtiers sur obligations ont été modifiées et les règles applicables aux teneurs de marché ont été remplacées par des règles de transparence pour les courtiers.

1) Les marchés

Tous les marchés qui affichent des ordres sur des titres d'emprunt non cotés doivent fournir à l'agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci, les informations sur ces ordres³³. Les éléments à fournir comprennent le type de titre, l'émetteur, le coupon et l'échéance du titre, la meilleure demande et

²⁷ Paragraphe 1) de l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101.

²⁸ Article 9.2 de l'Instruction complémentaire 21-101.

²⁹ Article 7.2 de la Norme canadienne 21-101.

³⁰ Paragraphe 4) de l'article 9.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

³¹ Paragraphe 3) de l'article 9.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

³² Article 7.5 de la Norme canadienne 21-101.

³³ Article 8.1 de la Norme canadienne 21-101.

la meilleure offre et le volume total déclaré pour chacune de ces demandes et offres³⁴. En outre, tous les marchés doivent fournir à l'agence de traitement de l'information, selon les exigences de celle-ci, l'information sur toutes les opérations portant sur des titres d'emprunt non cotés qui ont été effectuées sur chaque marché³⁵. Les informations à fournir comprennent le type de titre, l'émetteur, la catégorie et la série du titre, le volume, le cours et la date et l'heure de l'opération, ainsi que toute autre information exigée par l'agence de traitement de l'information³⁶.

Tous les marchés doivent fournir les informations sur les ordres et sur les opérations en temps réel ou d'une manière s'en rapprochant le plus possible³⁷.

2) *Les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers*

L'intermédiaire entre courtiers sur obligations est tenu de fournir à l'agence de traitement de l'information les informations concernant les ordres sur les titres d'emprunt publics négociés par son entremise³⁸. Les éléments à fournir comprennent le type de titre, l'émetteur, le coupon et l'échéance du titre, la meilleure demande et la meilleure offre et le volume total déclaré pour chacune de ces demandes et offres pour les titres d'emprunt public de référence et pour certains titres d'emprunt publics désignés³⁹. L'intermédiaire entre courtiers sur obligations doit fournir ces informations en temps réel ou d'une manière s'en rapprochant le plus possible⁴⁰.

En outre, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations est tenu de fournir les informations concernant les opérations portant sur des titres d'emprunt publics de référence, certains titres d'emprunt publics désignés et des titres d'emprunt privés désignés, dans le délai d'une heure à compter de l'opération⁴¹. Les courtiers doivent fournir les informations concernant les opérations sur certains titres d'emprunt privés désignés négociés par le courtier ou par son entremise⁴². Pour chacun de ces titres, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier doivent fournir des informations sur le type de titre, l'émetteur, la série, le coupon et l'échéance du titre, le cours et la date et l'heure de l'opération, ainsi que toute autre information exigée par l'agence de traitement de l'information⁴³. Dans le cas des titres d'emprunt publics, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations doit également fournir le volume négocié.

Pour les titres d'emprunt privés, l'information sur le volume dépend du principal des titres négociés. Pour les titres d'emprunt privés de qualité supérieure, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier devront fournir la quantité réelle d'obligations négociées pour les opérations portant sur un principal égal ou inférieur à 2 000 000 \$. Pour les opérations portant sur un principal supérieur à 2 000 000 \$, le volume sera diffusé comme « 2 000 000 \$ + ». Pour les titres d'emprunt privés qui ne sont pas de qualité supérieure, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier devront fournir la quantité réelle d'obligations négociées pour les opérations portant sur un principal égal ou inférieur à 200 000 \$. Pour les opérations portant sur un principal supérieur à 200 000 \$, le volume sera diffusé comme « 200 000 \$ + »⁴⁴.

³⁴ Paragraphe 2) de l'article 10.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

³⁵ Article 8.2 de la Norme canadienne 21-101.

³⁶ Paragraphe 3) de l'article 10.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

³⁷ Paragraphe 4) de l'article 10.1 de l'Instruction complémentaire 21-101.

³⁸ Article 8.3 de la Norme canadienne 21-101.

³⁹ Paragraphe 2) de l'article 10.2 de l'Instruction complémentaire 21-101.

⁴⁰ Paragraphe 10) de l'article 10.2 de l'Instruction complémentaire 21-101.

⁴¹ Article 8.4 de la Norme canadienne 21-101, paragraphe 10) de l'article 10.2 de l'Instruction complémentaire 21-101. Comme il est indiqué dans la section 1.A.ii), la Commission estime par ailleurs nécessaire de poursuivre les discussions de façon à assurer que la mise en œuvre des règles de transparence pour les titres d'emprunt publics soit conforme aux exigences de la gestion de la dette de l'ensemble des administrations publiques au Canada.

⁴² Article 8.5 de la Norme canadienne 21-101.

⁴³ Paragraphes 5) et 6) de l'article 10.2 de l'Instruction complémentaire 21-101.

⁴⁴ Paragraphes 7) et 8) de l'article 10.2 de l'Instruction complémentaire 21-101.

ii) La sélection des titres d'emprunt non cotés

Ainsi qu'il a été indiqué ci-dessus, les règles de transparence pour les titres d'emprunt publics négociés par l'entremise d'intermédiaires entre courtiers sur obligations ne s'appliquent qu'aux titres d'emprunt publics de référence et à d'autres titres d'emprunt publics désignés. Dans le cas des titres d'emprunt privés négociés par l'entremise d'intermédiaires entre courtiers sur obligations, par un courtier ou par son entremise, les règles de transparence s'appliqueront, au départ, à 20 titres au moins. L'agence de traitement de l'information établira une liste des titres d'emprunt publics et des titres d'emprunt privés qu'elle affichera. La procédure de choix des titres d'emprunt publics de référence et désignés et des titres d'emprunt privés désignés sera affichée sur les sites Web de CanPX et des autorités en valeurs mobilières. L'agence de traitement de l'information examinera les titres d'emprunt publics de référence, les titres d'emprunt publics désignés et les titres d'emprunt privés désignés sur une base trimestrielle et mettra la liste à jour au besoin. En cas de modification de la liste, l'agence de traitement de l'information et les autorités en valeurs mobilières vont afficher la nouvelle liste.

Nous avons établi le Comité de la transparence du marché obligataire (le Comité obligataire), composé de participants du marché des titres d'emprunt, notamment d'émetteurs, d'investisseurs, de courtiers et d'intermédiaires entre courtiers sur obligations. Le Comité obligataire discutera avec nous des questions concernant l'élaboration et la mise en œuvre des textes sur les SNP. Nous demanderons au Comité obligataire de fournir un apport aux ACVM, notamment sur des questions comme la loyauté, l'intégrité, l'efficacité, la compétitivité et l'utilité de l'information collectée et diffusée et sur les aspects technologiques de la collecte et de la diffusion des données. Il est prévu que le Comité obligataire se réunira régulièrement pour discuter les questions relatives au marché des titres à revenu fixe.

4. L'INTÉGRATION DES MARCHÉS

Ainsi qu'il a déjà été indiqué, nous imposons des règles d'intégration des marchés pour réduire au minimum les conséquences négatives découlant du fait que divers marchés négocient le même titre. Ces règles se trouvent dans la partie 9 de la Norme canadienne 21-101.

Du fait que l'intégration des marchés est une tâche complexe, qui pose certains problèmes sérieux sur le plan de la technologie, nous avons adopté une mise en œuvre par étapes. Les règles de la première étape sont exposées au paragraphe 1) de l'article 9.2 et à l'article 9.3 de la Norme canadienne 21-101.⁴⁵ Au cours de la première étape, soit jusqu'au 31 décembre 2003, le marché doit établir une connexion électronique avec le marché principal pour chaque titre négocié sur son système avant d'exécuter une opération sur ce titre⁴⁶. L'agence de traitement de l'information déterminera le marché principal de chaque titre en établissant quel marché avait le plus grand volume d'opérations sur ce titre au cours l'année civile antérieure, en avisera par écrit les marchés qui négocient ce titre et publiera le nom du marché principal⁴⁷. S'il n'existe pas d'agence de traitement de l'information, ce sont les autorités en valeurs mobilières qui détermineront le marché principal.

La seconde étape de l'intégration des marchés commencera le 1^{er} janvier 2004. Dans la seconde étape, tous les marchés devront établir une connexion électronique avec un intégrateur de marchés ou, s'il n'existe pas d'intégrateur de marchés, devront établir des connexions électroniques les reliant les uns aux autres⁴⁸. Pour l'instant, nous n'imposons pas la méthode de réalisation de l'intégration complète des marchés. Nous comptons suivre le nombre de marchés qui fonctionnent au Canada et voir s'ils établissent des connexions électroniques entre eux. S'ils réalisent l'intégration complète des marchés volontairement, il se peut qu'il ne soit pas nécessaire de créer un intégrateur de marchés.

⁴⁵ Comme indiqué à la section 1.A iii), la Commission reporte à plus tard l'adoption du paragraphe 1) de l'article 9.2 de la Norme canadienne 21-101.

⁴⁶ Paragraphe 1) de l'article 9.2 de la Norme canadienne 21-101.

⁴⁷ Article 9.3 de la Norme canadienne 21-101.

⁴⁸ Paragraphe 2) de l'article 9.2 de la Norme canadienne 21-101.

5. LES TEXTES SUR LA NÉGOCIATION ET LA RÉGLEMENTATION DU MARCHÉ

A. *La Norme canadienne 23-101, Les règles de négociation*

Dans le passé, chaque bourse reconnue mettait en œuvre des règles de négociation visant à établir des pratiques loyales et équitables de négociation et à prévenir les pratiques de négociation abusives et la manipulation. Si les SNP sont admis à fonctionner de façon indépendante des bourses reconnues, il faut que les SNP eux-mêmes et leurs participants suivent des pratiques similaires. Pour empêcher que les SNP ne soient utilisés pour éviter les règles touchant l'intégrité des marchés financiers, nous avons élaboré les textes sur la négociation. Ces textes comprennent une interdiction de la manipulation et de la fraude⁴⁹, une obligation d'exécution au meilleur prix⁵⁰, des règles sur la piste de vérification⁵¹ et l'obligation pour les SNP, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers négociant des titres d'emprunt non inscrits de conclure un contrat avec un fournisseur de services de réglementation.

Les textes sur la négociation contiennent des règles que nous considérons comme les règles minimales applicables à tous les marchés et à tous les participants sur le marché. Il se peut que ces règles ne soient pas suffisantes pour assurer l'intégrité d'un marché. Par conséquent, nous évaluerons tout projet de règles, ou d'absence de règles, proposé par un marché ou par un fournisseur de services de réglementation, pour déterminer si les règles proposées sont suffisantes et appropriées.

i) L'application des textes sur la négociation

Nous avons prévu une dispense de l'application du paragraphe 1) de l'article 3.1 et des parties 4 et 5 de la Norme canadienne 23-101. La dispense s'applique aux personnes ou sociétés qui se conforment aux règles, politiques et autres textes similaires établis

- soit par une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui assure elle-même ou lui-même la réglementation du marché;
- soit par un fournisseur de services de réglementation pour un SNP, un intermédiaire entre courtiers entre obligations, un courtier négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché ou pour une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui a recours à un fournisseur de services de réglementation.

Cette dispense évite que les bourses reconnues et leurs membres, les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations et leurs utilisateurs et les marchés qui ont conclu une entente avec un fournisseur de services de réglementation et leurs participants ne soient soumis à des règles qui font double emploi. Toutefois, si une personne ou société ne se conforme pas aux règles d'une bourse reconnue, d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou d'un fournisseur de services de réglementation, elle ne bénéficie pas de la dispense d'application des textes sur la négociation et peut donc se trouver en contravention avec ces textes. Le paragraphe 1) de l'article 3.1 de la Norme canadienne 23-101 ne s'applique pas en Alberta, en Colombie-Britannique et en Saskatchewan parce que ces territoires ont des dispositions dans leur législation traitant de la manipulation et de la fraude. Donc, la dispense du paragraphe 1) de l'article 3.1 ne s'applique pas dans ces territoires et ce sont les dispositions pertinentes de la législation en valeurs mobilières qui s'appliquent.

ii) La vente à découvert, l'opération en avance sur le marché, l'opération d'initié sur des titres d'un émetteur étranger non assujéti, la règle sur l'exposition des ordres et les opérations de contrepartie

Nous avons retiré ces dispositions de la Norme canadienne 23-101. Nous estimons que les restrictions concernant la vente à découvert, l'opération en avance sur le marché, l'opération d'initié sur des titres d'un émetteur étranger non assujéti, les opérations de contrepartie et les obligations d'exposition des ordres sont

⁴⁹ Partie 3 de la Norme canadienne 23-101.

⁵⁰ Partie 4 de la Norme canadienne 23-101.

⁵¹ Partie 11 de la Norme canadienne 23-101.

importantes et conviennent à tous les marchés. Toutefois, nous sommes d'avis que des dispositions identiques ne sont pas nécessairement appropriées à chaque type de marché, à chaque marché ou à chaque type de titre. Par conséquent, au moment de la demande de reconnaissance d'un fournisseur de services de réglementation, d'une bourse ou d'un système de cotation et de déclaration d'opérations, nous examinerons les règles proposées pour déterminer si ces dispositions sont incluses et si les dispositions spécifiques sont appropriées dans le contexte du type de marché, du marché et du type de titres.

iii) Les règles des textes sur les SNP pour le fournisseur de services de réglementation, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier exécutant des opérations sur des titres d'emprunt non cotés hors marché

Selon les textes sur les SNP, le fournisseur de services de réglementation fournit aux marchés les services de surveillance et les mesures d'application des règles. La notion de « fournisseur de services de réglementation » remplace celle de « mandataire agréé » du projet de 2000. Le fournisseur de services de réglementation est défini comme une personne ou société qui fournit des services de réglementation et qui est une bourse reconnue, un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou une entité d'autorégulation reconnue⁵². À l'heure actuelle, Market Regulation Services Inc. (RS Inc.) a déposé un projet de demande de reconnaissance comme organisme d'autorégulation. Cette demande est traitée plus loin, en 5B i). En outre, l'ACCOVAM a déposé une proposition portant sur la réglementation du marché des titres d'emprunt. Cette proposition est traitée plus loin, en 5B ii).

1) Les règles applicables à la bourse reconnue et au système de cotation et de déclaration d'opérations

La partie 7 de la Norme canadienne 23-101 prévoit que la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations doit établir des règles régissant la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs. Les règles fixées par la bourse reconnue ou par le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations seront examinées et approuvées par les autorités en valeurs mobilières. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations peut choisir d'assurer lui-même la surveillance et les mesures d'application de ces règles ou peut avoir recours à un fournisseur de services de réglementation qui s'en chargera pour son compte. Les règles de la bourse reconnue ou du système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations peuvent être différentes de celles fixées par le fournisseur de services de réglementation pour les autres marchés. La bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui n'assure pas lui-même la surveillance et les mesures d'application de ses règles doit conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation et utiliser les services fournis par celui-ci. Fait partie de ces services l'utilisation des règles du fournisseur de services de réglementation.

2) Les règles applicables au SNP

La partie 8 contient les règles de réglementation du marché qui s'appliquent au SNP. Le fournisseur de services de réglementation doit établir les règles pour le SNP. Le SNP ne peut exécuter d'ordre d'un adhérent à moins d'avoir conclu certaines ententes écrites et d'y être soumis. La première entente est celle qui est conclue entre le SNP et le fournisseur de services de réglementation. Cette entente doit notamment prévoir les points suivants :

- le SNP exerce ses activités de négociation conformément aux règles de son fournisseur de services de réglementation;
- le fournisseur de services de réglementation surveille la conduite du SNP et de ses adhérents;
- le fournisseur de services de réglementation prend les mesures d'application de ses règles contre le SNP et ses adhérents;
- le SNP se conforme aux règles de tenue de dossiers de la Norme canadienne 21-101;
- le SNP se conforme aux ordres et directives donnés par le fournisseur de services de réglementation⁵³.

⁵² Article 1.1 de la Norme canadienne 21-101.

⁵³ Article 8.3 de la Norme canadienne 23-101.

En deuxième lieu, le SNP doit conclure une entente avec chacun de ses adhérents, prévoyant les points suivants :

- l'adhérent exerce ses activités de négociation conformément aux règles du fournisseur de services de réglementation;
- l'adhérent reconnaît que le fournisseur de services de réglementation surveillera sa conduite et prendra les mesures d'application de ses règles à l'encontre des adhérents;
- l'adhérent se conformera aux ordres et directives donnés par le fournisseur de services de réglementation, notamment aux ordres l'excluant des négociations sur tous les marchés⁵⁴.

3) *Les règles applicables à l'intermédiaire entre courtiers sur obligations*

La partie 9 de la Norme canadienne 23-101 contient les règles de réglementation du marché qui s'appliquent à l'intermédiaire entre courtiers sur obligations. Le fournisseur de services de réglementation doit établir les règles pour l'intermédiaire entre courtiers sur obligations. L'intermédiaire entre courtiers sur obligations doit conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation, prévoyant notamment les points suivants :

- l'intermédiaire entre courtiers sur obligations exercera ses activités de négociation conformément aux règles du fournisseur de services de réglementation;
- le fournisseur de services de réglementation surveille la conduite de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations;
- le fournisseur de services de réglementation prendra les mesures d'application de ses règles à l'encontre de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations;
- l'intermédiaire entre courtiers sur obligations se conforme aux ordres et directives donnés par le fournisseur de services de réglementation⁵⁵.

4) *Les règles applicables au courtier exécutant des opérations sur des titres d'emprunt non cotés hors marché*

La partie 10 de la Norme canadienne 23-101 contient les règles de réglementation du marché pour le courtier négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché. Ces règles sont similaires à celles qui s'appliquent à l'intermédiaire entre courtiers sur obligations, prévues à la partie 9.

iv) La réglementation du marché des titres d'emprunt – Dispense

La Norme canadienne 23-101 prévoit, en faveur des SNP négociant des titres d'emprunt non cotés, des intermédiaires entre courtiers sur obligations et des courtiers négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché, une dispense de l'obligation de conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation, pour autant qu'ils se conforment au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. Cette dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003. Nous avons prévu cette dispense transitoire pour faire en sorte que les courtiers soient soumis à la réglementation du marché au cours de la période allant de l'entrée en vigueur des textes sur les SNP jusqu'à la reconnaissance d'un fournisseur de services de réglementation pour le marché des titres d'emprunt non cotés. On trouvera des renseignements supplémentaires à ce sujet plus bas, en B ii).

B. La réglementation du marché par un fournisseur de services de réglementation

En juillet 2000, les ACVM ont publié le projet SNP sans prendre position sur le mode de réglementation du marché qui devrait être adopté pour le marché des actions. L'avis de consultation invitait les participants du secteur à envisager diverses solutions possibles. Les ACVM ont indiqué clairement qu'elles étaient disposées à participer à des discussions, mais qu'elles comptaient sur le secteur pour proposer des formules de réglementation du marché pour le marché des actions. Huit intervenants se sont prononcés en faveur de la

⁵⁴ Article 8.4 de la Norme canadienne 23-101.

⁵⁵ Article 9.2 de la Norme canadienne 23-101.

réglementation directe par les ACVM ou de la réglementation par un organisme d'autoréglementation indépendant (OAR).

Dans le choix d'un modèle pour l'autorité de réglementation de marché, nous prendrons en compte les facteurs suivants :

- § La réglementation devrait apporter une réponse claire et efficace aux préoccupations légitimes sans restreindre inutilement la concurrence.
- § L'objectif premier du cadre réglementaire devrait être de promouvoir des marchés ouverts et effectivement concurrents.
- § Le contexte réglementaire ne devrait ni favoriser ni restreindre la capacité de participants du marché de faire concurrence sur le marché.
- § Le processus réglementaire devrait être impartial, et non centré sur l'organisme, c'est-à-dire que l'organe de direction devrait représenter largement tous les aspects du secteur réglementé.
- § La gouvernance d'un OAR devrait assurer la transparence des activités d'autoréglementation, c'est-à-dire que des membres indépendants représentant le public devraient faire contrepoids aux représentants de la profession au sein du conseil d'administration de l'OAR.
- § L'OAR doit établir une procédure formelle de traitement des plaintes.
- § Le régime réglementaire doit prévoir l'évaluation périodique de son efficacité et faire l'objet d'examen réguliers, comme des vérifications et le dépôt de rapports annuels.

i) Les titres cotés et les titres cotés à l'étranger

En réponse à la demande d'observations sur la question de la réglementation du marché, la Bourse de Toronto (le TSE) et l'ACCOVAM ont présenté une proposition concernant la réglementation des marchés négociant des titres cotés et des titres cotés à l'étranger. Au même moment, le Service de réglementation du TSE et le Canadian Venture Exchange Inc. ont élaboré les Règles universelles d'intégrité du marché (les règles UIM). Ces règles ont été publiées en vue de la consultation le 20 avril 2001; on trouvera la version française à l'adresse http://tse.com/fr_index.html. Nous nous attendons à ce que le fournisseur de services de réglementation projeté adopterait et administrerait les règles UIM.

Market Regulation Services Inc. (RS Inc.), société qui serait la propriété conjointe du TSE et de l'ACCOVAM, a déposé un projet de demande de reconnaissance à titre d'organisme d'autoréglementation et de fournisseur de services de réglementation. Nous publierons la demande en vue de la consultation, une fois qu'elle sera en forme définitive

Au départ, il est prévu que RS Inc. fournira des services de réglementation au TSE, à CDNX et aux autres marchés qui retiendront ses services.

Nous sommes à examiner la demande pour décider s'il n'est pas contraire à l'intérêt public de reconnaître RS Inc. comme organisme d'autoréglementation. Dans l'examen de la demande, nous prenons en compte divers facteurs, notamment :

- les facteurs indiqués ci-dessus,
- la structure de propriété proposée pour RS Inc.,
- la structure de gouvernance proposée pour RS Inc.,
- la possibilité d'application des règles UIM proposées à divers modèles de marché (marché en continu, marché au fixage, etc.)
- la capacité des deux propriétaires initiaux de RS Inc. d'éviter ou de gérer les situations de conflit d'intérêts ou l'apparence de conflits d'intérêts à l'égard des obligations de RS Inc. en matière d'autoréglementation.

Nous prévoyons que les SNP auront recours à RS Inc. pour assurer la surveillance et prendre les mesures d'application des règles UIM. Nous notons que nous examinerons les règles adoptées par tout fournisseur de services de réglementation, y compris RS Inc., pour veiller à ce qu'elles soient appropriées.

ii) Les titres d'emprunt non cotés

À l'heure actuelle, tous les membres de l'ACCOVAM négociant des titres d'emprunt canadiens sont assujettis au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. Nous avons reçu de l'ACCOVAM une proposition visant à fournir des services de réglementation aux SNP, aux intermédiaires entre courtiers sur obligations et aux courtiers négociant des titres d'emprunt non cotés. Cette proposition est fondée sur les règles du Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. Jusqu'au moment où la proposition sera finalisée, nous avons prévu une dispense, en faveur des SNP négociant des titres d'emprunt non cotés, des intermédiaires entre courtiers sur obligations et des courtiers négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché, de l'obligation de conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation pour autant qu'ils se conforment au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. Ce texte prévoit un régime réglementaire qui est adapté au marché canadien des titres d'emprunt. Il oblige les courtiers à établir des normes et des procédures à l'égard de la négociation de titres d'emprunt non cotés, à veiller à ce que les membres de leur personnel aient la formation et la qualification voulues, et à mettre en place des contrôles internes pour que les opérations des clients soient effectuées sur une base confidentielle. Ce texte prévoit également des règles spécifiques sur les transactions avec les clients et les contreparties, des normes en matière de conduite sur le marché, des dispositions sur les mesures d'application et des règles particulières sur les informations à fournir.

Nous avons prévu, en faveur du SNP négociant des titres d'emprunt non cotés, de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et du courtier exécutant des opérations sur des titres d'emprunt non cotés hors marché, une dispense de l'obligation de conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation selon la NC 23-101. Cette dispense ne modifie en rien l'obligation du SNP de devenir membre de l'ACCOVAM ou l'obligation du SNP et du courtier membre de l'ACCOVAM de se conformer aux règles de l'ACCOVAM. Cette dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003. Jusqu'à cette date, nous travaillerons avec l'ACCOVAM et les participants du marché des titres d'emprunt en vue d'élaborer et de mettre en œuvre une structure appropriée pour la réglementation du marché des titres d'emprunt non cotés. À cette fin, les ACVM et l'ACCOVAM vont entreprendre une phase de recherche des faits pour définir les questions d'intégrité du marché qui peuvent se poser et leur trouver une solution. Cela fait, nous déterminerons s'il faut prendre des mesures additionnelles pour réglementer le marché des titres d'emprunt non cotés.

C. Les règles sur la piste de vérification

La partie 11 de la Norme canadienne 21-101 établit des règles de tenue de dossiers pour les marchés. Selon ces règles, le marché doit garder sous forme électronique certaines informations au sujet des ordres et des opérations, notamment. Le SNP est tenu de transmettre au fournisseur de services de réglementation, sous forme électronique, les informations exigées par celui-ci.

La partie 12 de la Norme canadienne 23-101 établit les règles de tenue de dossiers sur les ordres et les opérations pour les courtiers. Le courtier est tenu de transmettre au fournisseur de services de réglementation, sous forme électronique, les informations exigées par celui-ci. Nous sommes conscients que de nombreux courtiers ne tiennent pas actuellement leurs dossiers sous forme électronique. Aussi avons-nous donné aux courtiers un délai de deux ans pour développer leurs capacités de tenue de dossiers sous forme électronique. Dans l'intervalle entre la mise en œuvre des textes sur les SNP et le 31 décembre 2003, nous faciliterons les discussions avec la profession pour déterminer les étapes et la technologie nécessaires pour que tous les courtiers passent à la tenue électronique de dossiers.

6. LES DISPOSITIONS TRANSITOIRES

Nous avons prévu un certain nombre de dispositions transitoires dans les textes sur les SNP. La présente section récapitule ces dispositions et indique dans quelle section du présent avis elles sont traitées de façon particulière.

A. Les règles de transparence pour les titres cotés

L'article 7.5 de la Norme canadienne 21-101 prévoit une dispense, en faveur du SNP qui négocie des titres cotés, de l'obligation de fournir l'information sur les ordres et sur les opérations, pour autant qu'il fournit cette information à un fournisseur d'information à un coût raisonnable. Cette dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003. On trouve dans la partie 3A du présent avis un exposé sur les règles de consolidation des données et sur cette dispense.

B. L'information sur les frais de transaction

L'article 10.2 de la Norme canadienne 21-101 prévoit, en faveur du marché qui exécute des opérations sur des titres cotés et des titres cotés à l'étranger, une dispense de l'obligation de communiquer le barème des frais de transaction à l'agence de traitement de l'information, à la condition qu'il publie le barème des frais de transaction. Cette dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003.

C. Phase 1 et phase 2 de l'intégration

Nous avons prévu une intégration des marchés en deux étapes. Dans la première étape, les marchés doivent établir une connexion avec le marché principal pour les titres négociés sur le marché. Cette phase prendra fin le 31 décembre 2003.⁵⁶ À compter du 1^{er} janvier 2004, il faudra ou bien que tous les marchés concluent une entente avec un intégrateur de marchés, ou, s'il n'existe pas d'intégrateur de marchés, qu'ils établissent une connexion électronique avec tous les autres marchés. On trouve dans la partie 4 du présent avis un exposé sur l'intégration des marchés.

D. La réglementation du marché

La Norme canadienne 23-101 prévoit que le SNP négociant des titres d'emprunt non cotés, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché n'ont pas à conclure une entente avec un fournisseur de services de réglementation, pour autant qu'ils se conforment au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. Cette dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003. Sur ce point, on se reportera à la partie 5 A v) et à la partie 5 B ii) du présent avis.

E. La piste de vérification sous forme électronique

Les courtiers ne sont tenus d'enregistrer et de transmettre l'information à un fournisseur de services de réglementation sous forme électronique qu'après le 31 décembre 2003. On trouve un exposé au sujet de cette dispense transitoire dans la partie 5 C du présent avis.

7. LA MISE EN ŒUVRE DES TEXTES SUR LES SNP

La date d'entrée en vigueur des textes sur les SNP est le 1^{er} décembre 2001.

À cette date, tous les SNP qui exercent actuellement leur activité au Canada devront se conformer aux dispositions des textes sur les SNP, notamment aux dispositions exigeant qu'ils soient inscrits comme courtiers dans les territoires voulus.

Le SNP inscrit comme courtier dans un territoire au Canada qui donne accès dans un autre territoire au Canada à des adhérents qui ne sont pas des courtiers inscrits selon la législation en valeurs mobilières doit également être inscrit comme courtier dans cet autre territoire. Par contre, si tous les adhérents du SNP dans cet autre territoire y sont inscrits comme courtiers, l'autorité en valeurs mobilières compétente peut envisager d'accorder au SNP une dispense de l'obligation d'inscription comme courtier selon le a) de l'article 6.1 de la Norme canadienne 21-101 et de l'obligation d'inscription de la législation en valeurs mobilières.

⁵⁶ Comme indiqué à la section 1.A iii) du présent avis, la Commission reporte à plus tard l'adoption du paragraphe 1) de l'article 9.2 de la Norme canadienne 21-101. Cette disposition établit cette obligation transitoire (d'ici au 31 décembre 2003) d'établir des connexions électroniques avec les places de marché principales.

Nous invitons les personnes ou sociétés qui exploitent actuellement un SNP ou qui comptent exploiter un SNP selon les textes sur les SNP à entrer en rapport avec l'ACCOVAM et avec les autorités en valeurs mobilières compétentes.

8. QUESTIONS

Pour toute question, on peut s'adresser à :

Diane Joly
Directrice de la recherche et du développement des marchés
Commission des valeurs mobilières du Québec
(514) 940-2199, poste 4551

Pierre Godin
Conseiller spécial de la présidente
Commission des valeurs mobilières du Québec
(514) 940-2199, poste 4541

ANNEXE A

Liste des intervenants

Les personnes suivantes ont présenté des observations en réponse à l'avis de consultation publié au Bulletin du 4 août 2000 :

1. Valeurs mobilières Toronto Dominion Inc. (Valeurs mobilières TD)
2. Commissaire de la concurrence, Bureau de la concurrence (Bureau de la concurrence)
3. RBC Dominion valeurs mobilières (RBC DVM)
4. Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS)
5. Conseil du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario (OTPPB)
6. Banque du Canada
7. Barclays Global Investors Canada (Barclays)
8. Comité sur les marchés des capitaux de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et Comité sur les courtiers opérant sur le marché monétaire primaire de l'ACCOVAM (Comités de l'ACCOVAM)
9. Swift Trade Securities Inc. (Swift Trade)
10. Canadian Securities Traders Association (CSTA)
11. ITG Canada Corp. (ITG Canada)
12. Canadian Pacific Investment Management Limited (CPIM)
13. Shorcan Brokers Limited (Shorcan)
14. Instinet Canada Limited (Instinet Canada)
15. Groupe Investors
16. Caisse canadienne de dépôt de valeurs Limitée (CDS)
17. Bloomberg L.P. (Bloomberg)
18. Canadian Venture Exchange (CDNX)
19. Comité sur la négociation des actions de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (CNA de l'ACCOVAM)
20. Bourse de Toronto Inc. (TSE)
21. Instinet Fixed Income Inc. (IFI)
22. Ministry of Finance and Corporate Relations, Colombie-Britannique

RÉSUMÉ DES OBSERVATIONS REÇUES ET RÉPONSES DES ACVM

CONSOLIDATION DES DONNÉES	
<p>Définition des termes « agence de traitement de l'information » et « consolidateur de données »</p>	<p>CDS – La CDS demande que les définitions des termes « agence de traitement de l'information » et « consolidateur de données » soient clarifiées, de manière à refléter la distinction entre les marchés d'actions et les marchés de titres à revenu fixe. Elle demande que les définitions soient révisées de manière à établir clairement que le rôle de l'« agence de traitement de l'information » ne concerne que les titres à revenu fixe.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM ont décidé d'employer un terme unique « agence de traitement de l'information » pour désigner la personne ou société qui reçoit et diffuse l'information. Une agence de traitement de l'information collectera et diffusera l'information à la fois sur les titres cotés et sur les titres d'emprunt non cotés.</i></p>
<p>Cinq niveaux d'information</p>	<p>CNA de l'ACCOVAM – Le CNA craint que l'exigence d'afficher cinq niveaux de demandes et d'offres indépendantes dans un système de cours décimal ne corresponde pas aux besoins du marché et exige une infrastructure technologique plus sophistiquée et plus coûteuse que les systèmes qui sont actuellement opérationnels sur les marchés d'actions. Il serait suffisant d'énoncer l'objectif ultime, mais d'exiger simplement la publication par le consolidateur de la meilleure demande/offre à l'échelle canadienne dans la phase 1 et de ménager la possibilité pour les fournisseurs de données de créer des affichages plus complexes de données du marché.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les règles particulières de la NC 21-101 ont été modifiées : l'information que l'agence de traitement de l'information doit afficher sera conforme aux exigences fixées par elle. Par l'entremise du Comité consultatif, les ACVM et l'agence de traitement de l'information vont déterminer le niveau approprié d'information qui doit être affiché. Toutefois, les ACVM sont d'avis qu'il faut afficher au moins cinq niveaux d'information, s'ils sont disponibles.</i></p>
<p>Laisser la consolidation des données au secteur</p>	<p>TSE – Le TSE estime qu'il est possible d'atteindre les objectifs fondamentaux de la consolidation des données à un coût moindre en adoptant une approche par étapes où l'on emploierait l'infrastructure existante, à condition que les ACVM fassent preuve de souplesse sur la façon dont le consolidateur de données est constitué et diffuse la liste consolidée. Le TSE recommande que les ACVM fixent les objectifs de la consolidation des données, mais laissent aux marchés et au secteur le soin de déterminer les meilleurs moyens de les mettre en œuvre.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Afin de voir dans quel sens le marché évolue, les ACVM demandent au secteur de proposer le modèle approprié pour la consolidation des données. Les ACVM ont prévu une dispense de l'obligation de fournir l'information à l'agence de traitement de l'information en faveur des marchés qui exécutent des opérations sur des titres cotés. La dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003. Le secteur a donc jusqu'à cette date pour élaborer et mettre en œuvre un système de consolidation des données.</i></p>
<p>Question 1 : Le numéro d'identification des courtiers devrait-il être recueilli et diffusé par le</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Valeurs mobilières TD estime que toute omission des désignations de courtiers sur les opérations pourrait entraîner une désinformation, une diminution de la transparence de l'information et une réduction de la concurrence entre les participants au marché. Selon Valeurs mobilières TD, les numéros des courtiers favorisent la concurrence sur le</p>

<p>consolidateur de données? Dans l'affirmative, la décision devrait-elle revenir au client?</p>	<p>marché et jouent un rôle important dans le milieu des courtiers canadiens pour la commercialisation et la promotion.</p> <p>OTPPB – Pour les <i>titres de participation</i>, les numéros des courtiers devraient être collectés et diffusés par le consolidateur de données. Lorsqu'une institution veut négocier un gros bloc d'actions, elle va déterminer quel courtier a été actif sur ce titre. Sans cette information, les institutions sont forcées de rechercher ce courtier, ce qui les oblige à informer un certain nombre de participants au marché. Cela peut entraîner un mouvement du cours du titre et des estimations approximatives de la taille de l'ordre, ce qui peut causer une volatilité plus grande. Le client ne devrait pas pouvoir décider si l'ID du courtier sera diffusé.</p> <p>Pour les <i>titres à revenu fixe</i>, la question suppose que les courtiers vont intervenir dans toutes les opérations. Ce n'est pas nécessairement le cas. Il est possible d'établir un marché qui permet des transactions directes de client à client. Ces transactions de client à client peuvent se faire avec indication ou non du nom. Il n'est pas nécessaire de s'en tenir aux structures traditionnelles de secteur. Les niveaux d'activité de participants identifiés ne devraient pas être diffusés, sinon peut-être en ce qui concerne les activités des courtiers opérant sur le marché primaire des obligations du gouvernement du Canada.</p> <p>Barclays – Le consolidateur de données devrait collecter et diffuser les numéros ID de courtiers. Sans cette information, les investisseurs doivent approcher plusieurs courtiers, ce qui entraîne des conditions de marché moins favorables pour les grosses opérations. En outre, la qualité de règlement et la qualité du crédit du courtier peuvent être des facteurs importants en vue de décider quand effectuer des opérations. Il est également important de collecter les numéros ID de courtiers en vue de la conformité et des enquêtes. Les clients ne devraient pas pouvoir décider si l'ID des courtiers sera diffusé.</p> <p>CSTA – Oui. Il est impératif que le consolidateur de données fournisse le plus d'information pertinente possible, notamment les numéros ID de courtiers. Ces numéros représentent une source importante d'information, sans laquelle il y aurait diminution de la transparence de l'information et de la concurrence pour tous les participants au marché. Les numéros ID de courtiers jouent un rôle important dans le milieu des courtiers pour la commercialisation et la promotion, ils fournissent des indications rapides et efficaces d'activités de négociation déloyales et sont largement utilisés pour la surveillance des opérations et des négociateurs par les responsables de la conformité tant des institutions que des courtiers. Les clients ne devraient pas pouvoir décider si l'ID des courtiers sera diffusé.</p> <p>ITG Canada – En règle générale, les numéros ID de courtiers devraient être collectés et diffusés, car cela améliorera la transparence de l'information et entraînera une concurrence accrue entre les participants au marché. ITG Canada s'inquiète de ce que le numéro ID du courtier puisse être utilisé comme indice pour établir l'identité d'un client et pense donc que le client devrait avoir la possibilité de supprimer le numéro ID du courtier.</p> <p>CPIM – Le consolidateur de données devrait continuer à assurer la collecte et la diffusion des numéros ID de courtiers. La diffusion du numéro du courtier sur toutes les opérations renforce la transparence et l'intégrité du marché en continu sur les actions. Les clients ne devraient pas avoir la possibilité de</p>
--	---

	<p>retirer les numéros de courtiers.</p> <p>Instinet Canada – Oui, puisque la collecte et la diffusion des numéros ID de courtiers contribuent à la concurrence sur le marché.</p> <p>Groupe Investors – Le consolidateur de données devrait collecter et diffuser l'identification des courtiers. Le client ne devrait pas être celui qui décide si cette identification est diffusée.</p> <p>CDNX – Le consolidateur de données devrait collecter et diffuser les numéros ID des courtiers. Sur le marché des titres de sociétés à petite capitalisation, cela augmente les possibilités pour l'investisseur d'identifier et de suivre un ordre donné sur le marché. Cette information est également utile pour aider à trouver la liquidité rapidement et de manière efficiente.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM ont décidé qu'il appartient au marché de déterminer si les numéros ID de courtiers doivent être collectés et diffusés par l'agence de traitement de l'information.</i></p>
--	--

RÉGLEMENTATION DU MARCHÉ	
<p>Réglementation du marché – Actions</p> <p>Question 2 : À qui devrait-on confier la réglementation du marché à l'égard des SNP? Veuillez motiver votre réponse.</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Les Bourses se trouvent en situation de conflit d'intérêts, ce qui les empêche d'exercer la fonction de réglementation du marché pour des systèmes de négociation concurrents. La recherche de solutions guidées par le processus pour remédier aux conflits d'intérêts ne remplace pas la véritable indépendance. Selon Valeurs mobilières TD, la solution consiste à transférer les fonctions de réglementation à un OAR indépendant, comme l'ACCOVAM. Dans l'attente d'une telle solution, Valeurs mobilières TD est prête à appuyer une unité indépendante de services de réglementation du TSE à condition que des mesures soient mises en place pour remédier aux conflits d'intérêts et empêcher le TSE d'influer sur l'organisme de réglementation du marché. L'ACCOVAM a un rôle important dans le traitement des désaccords si les SNP estiment que la réglementation du marché n'est pas suffisamment neutre.</p> <p>OTPPB – Il y a deux voies possibles pour la réglementation du marché. En premier lieu, un organisme de réglementation du marché distinct devrait être établi, indépendant des Bourses et des SNP. Le financement de cet organisme pourrait être assuré par la perception d'une faible redevance sur les opérations. En second lieu, les Bourses sont en conflit d'intérêts par rapport aux SNP. Donc, si elles continuent à jouer un rôle de réglementation, ce rôle devrait être transféré au sein d'une division distincte ou d'une filiale.</p> <p>Barclays – Nous avons deux préférences en ce qui concerne la réglementation des marchés d'actions. D'abord, les ACVM devraient assurer la réglementation directe des Bourses et des SNP, avec la participation de la profession. Ensuite, un organisme d'autoréglementation devrait assurer des règles uniformes, sous la surveillance des ACVM. Dans les deux cas, le coût pourrait être financé par des frais de négociation modiques.</p> <p>CSTA – La réglementation du marché devrait relever du territoire sur lequel le SNP exerce son activité et réside. Toutefois, la réglementation des SNP par les Bourses existantes créerait un grave conflit d'intérêts. L'une des solutions serait que le SNP soit réglementé par un OAR, comme l'ACCOVAM. Une autre solution serait que les Bourses transfèrent la réglementation du marché dans des divisions distinctes ou des filiales.</p>

ITG Canada – Il n'est pas établi clairement que le SNP pourrait, du moins au départ, supporter le coût d'établissement et de fonctionnement d'un organisme de réglementation du marché distinct. Bien qu'elle partage les inquiétudes au sujet des conflits d'intérêts auxquels donnerait lieu la réglementation par les Bourses de systèmes de négociation concurrents, ITG Canada estime qu'il est possible d'atténuer suffisamment ces conflits en confiant la réglementation du marché à des divisions indépendantes ou à des succursales des Bourses canadiennes existantes, à la condition de maintenir la séparation entre ces fonctions de surveillance et les activités « lucratives » des Bourses. En outre, des mesures appropriées, notamment des protections en matière de gouvernance, devraient être établies et convenues par les participants du secteur.

CPIM – Un organisme de réglementation du marché indépendant devrait surveiller tous les marchés, sous la direction des ACVM.

Instinet Canada – Les Bourses ont des conflits d'intérêt largement reconnus auxquels elles doivent apporter des solutions avant qu'on puisse envisager d'avoir recours à elles. L'organisme de réglementation du marché des actions doit s'être engagé publiquement à une attitude de neutralité, comporter une structure de gouvernance conforme à cet engagement public et accepter une forme de surveillance par les ACVM qui permet une solution rapide de tout conflit perçu.

Groupe Investors – La réglementation des SNP ne devrait pas être confiée à un organisme qui leur fait concurrence. Donc, les Bourses ne devraient pas réglementer les SNP. Il est loin d'être clair que l'on peut apporter une réponse aux préoccupations concernant les conflits d'intérêts en imposant à la Bourse d'établir une division distincte pour prendre en charge la réglementation du marché. La fonction de réglementation devrait être confiée à un OAR qui possède l'expertise et l'indépendance voulues pour l'exercer.

CDNX – Les règles de négociation minimales exposées dans la Proposition de SNP deviendront la norme canadienne. Il n'y a aucune raison de penser qu'une Bourse ou un SNP paiera le coût nécessaire pour aller au-delà des normes minimales, à moins qu'il n'y ait une raison commerciale de le faire. Selon CDNX, la solution la plus appropriée consisterait à établir un seul OAR chargé de la réglementation du marché, représentant les systèmes de négociation et les utilisateurs des systèmes. Ou encore il pourrait y avoir plusieurs OAR, qui élaboreraient des règles et pratiques de négociation communes sur les questions fondamentales. Idéalement, un nouvel organisme de réglementation canadien ou quelques organismes de réglementation formés par les OAR canadiens et dotés des structures organisationnelles voulues pour éviter le risque ou même l'apparence de conflits d'intérêts assureraient la réglementation du marché pour les SNP.

Bloomberg – Selon Bloomberg, il n'y a pas de réponse qui va de soi à la question de la réglementation du marché sur le marché des valeurs mobilières au Canada.

CNA de l'ACCOVAM – Les représentants du CNA et du TSE ont proposé une solution possible à la question de la réglementation du marché. Ils proposent de créer une personne morale faisant partie du groupe du TSE, dont la

direction relèverait d'un conseil d'administration indépendant. De l'avis du CNA et du TSE, la structure proposée apporte une réponse aux préoccupations concernant les conflits d'intérêts par le moyen du modèle de gouvernance, fournit une liaison formelle avec l'OAR chargé de la réglementation des membres (l'ACCOVAM) et offre la possibilité d'intégrer les autres Bourses dans la structure. Selon le CNA, il sera important que les ACVM désignent une autorité principale pour chacun des trois grands secteurs : actions de sociétés établies, dérivés et titres de croissance.

TSE – Le TSE estime qu'il est impératif que tous les centres de marché soient couverts par le système d'OAR pour assurer des normes élevées de conduite et d'intégrité du marché sur tous les marchés au Canada et pour fournir une base solide à la concurrence sans incitations à une concurrence fondée sur des normes moins élevées de réglementation du marché. Selon le TSE, le modèle proposé par le TSE et l'ACCOVAM assurera la protection des investisseurs et une concurrence vigoureuse pour les services de négociation et ira dans le sens d'un marché d'actions efficient et adapté au Canada. Le TSE fait valoir que les réseaux de communication électroniques (ECN) aux États-Unis sont réglementés par NASD-R, qui est considérée comme un concurrent. Le TSE estime qu'il n'exerce pas de fonction de réglementation des membres, se concentrant plutôt sur la réglementation des marchés d'actions. Malgré ce fait, le TSE a proposé de placer les Services de réglementation dans une société distincte. La solution proposée par le TSE est proche de celle du Nasdaq, sauf que, selon le TSE, les risques de conflits potentiels sont moindres dans son cas. Le TSE fait valoir que les SNP doivent être obligés d'adhérer à un OAR qui aura tous les pouvoirs pour réglementer tous les marchés et tous les participants au marché ou de s'inscrire à titre de Bourse.

La société TSE Regulation Services Inc. ne vise pas à réglementer les opérations commerciales des marchés, mais à établir des normes d'intégrité du marché. Les règles proposées vont s'appliquer à tous les marchés. Si elle est constituée, la société TSE Regulation Services Inc. devrait adopter des règles qui touchent la substance des règles d'encadrement au niveau de l'autoréglementation. Les ACVM n'auraient pas besoin d'établir les règles de négociation. Ces règles seraient harmonisées avec celles d'autres OAR, comme CDN. Le modèle actuel est conçu de manière à permettre la participation d'autres Bourses, mais il est conçu initialement pour surveiller les opérations sur les titres du TSE. Les règles d'encadrement des ACVM devraient être limitées à celles qui sont nécessaires pour couvrir les activités de ceux qui échappent à la compétence des OAR. Puisque les SNP seraient membres de l'OAR, ils n'auraient plus à conclure d'entente avec un mandataire agréé, mais cette option devrait être ouverte au SNP qui s'inscrit à titre de Bourse.

Bureau de la concurrence – La concurrence entre les Bourses et les SNP est dans l'intérêt des consommateurs, du secteur des valeurs mobilières et de l'économie canadienne. Un environnement réglementaire stimulera l'innovation et encouragera les marchés à mieux répondre aux besoins des participants. L'autoréglementation du secteur peut également procurer des avantages conformes à l'intérêt public. Donc, le Bureau ne s'oppose pas, en principe, à une réglementation du secteur qui peut compléter la *Loi sur la concurrence* en établissant des règles de conduite appropriées. Toutefois, l'autoréglementation comporte des risques pour la concurrence et demande donc qu'on prenne en compte un certain nombre de facteurs. La réglementation devrait apporter des réponses claires et efficaces aux

	<p>préoccupations, sans restreindre inutilement la concurrence. L'objectif premier du cadre conceptuel devrait être de favoriser des marchés ouverts et réellement compétitifs. L'environnement réglementaire ne devrait ni favoriser ni restreindre la capacité de participants particuliers de faire concurrence sur le marché. Le processus réglementaire devrait être impartial et ne pas être centré sur l'organisme de réglementation, c'est-à-dire que l'organe de direction doit représenter largement tous les aspects du secteur réglementé. La gouvernance de l'OAR doit assurer la transparence des activités d'autoréglementation, c'est-à-dire que, dans la composition du conseil d'administration de l'OAR, des membres indépendants représentant le public doivent faire contrepoids aux représentants du secteur. L'OAR doit établir une procédure formelle de traitement des plaintes. Le régime de réglementation doit prévoir une évaluation périodique de son efficacité et faire l'objet d'examens périodiques, comme les vérifications et le dépôt des rapports annuels. Il faut être prudent dans la délégation aux OAR de pouvoirs d'application de la réglementation.</p> <p><i>Réponse des ACVM – Les ACVM vont étudier la proposition du TSE et de l'ACCOVAM. Parmi les facteurs à considérer pour déterminer si l'entité proposée doit assurer la réglementation du marché, il y a la structure de gouvernance et l'étendue des activités. Les ACVM vont assurer un suivi étroit à l'égard de toute entité pour garantir que les conflits d'intérêts soient traités de façon appropriée.</i></p>
<p>Réglementation du marché – Titres à revenu fixe</p> <p>Question 3 : Convient-il que l'ACCOVAM exerce la fonction de réglementation du marché à l'égard de tous les participants au marché des titres d'emprunt?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Selon Valeurs mobilières TD, il est prématuré de consacrer trop de temps à la sélection d'un organisme de réglementation du marché pour tous les participants au marché des titres à revenu fixe avant qu'on ait bien déterminé toutes les implications du projet SNP.</p> <p>OTPPB – La réglementation du marché pour les SNP ne devrait pas être assurée par l'ACCOVAM. Les membres de ce groupement agissent en tant que contrepartistes et on ne peut s'attendre à ce qu'ils soient objectifs. Un organisme indépendant, comme la CVMO, répondrait mieux aux préoccupations exprimées au sujet d'un traitement juste pour toutes les parties. En outre, le marché des titres à revenu fixe est un marché d'investisseurs avertis, dont bon nombre estiment ne pas être bien représentés par l'ACCOVAM. En général, les gestionnaires de fonds institutionnels ne devraient pas être réglementés ou représentés par les courtiers, leurs mandataires ou les organisations qui leur sont reliées, parce qu'ils sont leurs concurrents directs.</p> <p>Barclays – Non. Les participants au marché obligataire sont nombreux et un OAR fondé sur les intérêts des courtiers ne convient pas comme organisme de réglementation de l'ensemble du marché.</p> <p>Banque du Canada – La Banque du Canada ne voit pas de raisons impérieuses d'introduire la réglementation du marché sur les marchés de titres à revenu fixe. Elle recommande un examen approfondi des coûts et des avantages. Bien que l'ACCOVAM soit une entité que l'on peut envisager comme organisme de réglementation du marché, la Banque du Canada a certaines préoccupations. La compétence de l'ACCOVAM s'exerce sur ses membres, qui constituent un sous-ensemble des participants au marché des titres à revenu fixe. Il faudrait donc que l'ACCOVAM élargisse sa compétence à tous les participants au marché. On ne voit pas très bien comment cela</p>

	<p>pourrait se faire. De plus, le projet SNP suppose un type de surveillance du marché que l'ACCOVAM n'exerce pas à l'heure actuelle et qu'elle ne peut exercer, peut-être, compte tenu de sa structure actuelle et du niveau des ressources qu'elle consacre actuellement à la fonction de surveillance.</p> <p>CPIM – L'ACCOVAM ne devrait pas être l'organisme de réglementation de marché pour les titres à revenu fixe. Il y a de nombreux participants au marché obligataire dont les intérêts viennent en conflit avec ceux des membres de l'ACCOVAM.</p> <p>Shorcan – Shorcan estime que l'ACCOVAM a un intérêt naturel et de longue date pour les marchés obligataires canadiens. Si l'ACCOVAM doit assumer le rôle d'organisme de réglementation de marché, il faut qu'elle reconnaisse publiquement le potentiel de conflits d'intérêts découlant du fait que les membres de l'ACCOVAM sont intimement engagés dans le marché obligataire, seront probablement les promoteurs des SNP sur le marché des titres à revenu fixe, concurrents des intermédiaires entre courtiers sur obligations (ICO) et peuvent prendre part aux travaux des comités de l'ACCOVAM qui réglementent directement le marché des titres à revenu fixe ou proposent des règles en vue de la réglementation de ce marché. Afin d'assurer une égalité de traitement à tous les partenaires, il faut avoir recours à des administrateurs indépendants, à du personnel indépendant ou à quelque autre moyen. Les membres de l'ACCOVAM doivent proposer des solutions pour apporter une solution aux conflits pouvant découler du fait que, simultanément, ils peuvent participer à l'élaboration de la réglementation et à la mise sur pied d'instruments de transparence comme CanPX, et agir à la fois comme clients et comme propriétaires d'ICO.</p> <p>Groupe Investors – L'ACCOVAM a un rôle à jouer dans la réglementation des participants au marché obligataire, quoique d'autres organismes, comme le Bureau fédéral du surintendant des institutions financières, devraient aussi intervenir. Étant donné que l'ACCOVAM est contrôlé par ses membres, dont un bon nombre sont actifs sur le marché obligataire, une réponse aux préoccupations concernant les conflits d'intérêts pourrait être que l'ACCOVAM se départisse de ses fonctions réglementaires, pour former une entité comme NASD-R.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM reconnaissent l'existence potentielle de conflits d'intérêts dans tout organisme d'autorégulation. Le rôle de l'organisme de réglementation, exercé par la voie de la surveillance, est de veiller à ce que ces conflits n'entraînent pas de décisions contraires à l'intérêt public et à ce que la structure de gouvernance soit appropriée.</i></p>
--	--

TITRES NÉGOCIÉS SUR LE SNP	
Restriction des titres négociés sur le SNP	<p>CDNX – Selon la position de CDNX, en n'exigeant pas que les émetteurs soient inscrits à la cote d'une Bourse ou inscrits auprès d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières, le potentiel d'atteinte à la réputation des marchés financiers canadiens est significatif. CDNX craint qu'on ne suppose que toutes les sociétés canadiennes sont inscrites à la cote d'une Bourse canadienne ou que les titres étrangers sont inscrits sur un territoire appliquant des normes comparables. Le projet SNP permet aux sociétés qui veulent échapper à un examen public de faire appel public à l'épargne en dehors du système fermé et de choisir un SNP qui sera leur marché principal ou leur seul marché, tout en se soustrayant aux obligations de l'émetteur assujetti selon la législation en valeurs mobilières. Selon CDNX, la solution consiste à modifier le projet SNP de manière à restreindre les négociations</p>

	<p>aux titres d'émetteurs inscrits à la cote sur un territoire figurant sur une liste. De cette façon, pour être concurrentielle, une Bourse devra ajuster ses normes aux normes mondiales. Selon CDNX, cela apporterait un changement considérable à sa situation, puisqu'elle est la Bourse ayant l'activité de réglementation la plus importante.</p> <p>CNA de l'ACCOVAM – Le CNA appuie de façon générale l'élimination de la définition de « titre SNP », mais il suggère que les négociations sur un SNP soient limitées aux titres inscrits et non inscrits à la cote d'une Bourse d'émetteurs assujettis canadiens et aux titres étrangers inscrits à la cote d'une Bourse étrangère authentique.</p> <p>TSE – Le TSE recommande que les SNP ne soient pas autorisés à négocier les titres d'émetteurs qui ne sont inscrits à la cote d'aucune Bourse (canadienne ou étrangère) reconnue comme ayant des exigences d'inscription à la cote acceptables et une bonne surveillance des émetteurs inscrits à sa cote. Cela éviterait que les SNP ne deviennent un nouveau lieu de négociation de titres non inscrits cotés en cents.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM ont modifié la règle pour que les SNP ne puissent négocier que des actions cotées (au sens défini dans la norme), des titres d'emprunt publics et privés et des titres cotés à l'étranger.</i></p>
--	--

RÈGLES DE TRANSPARENCE DE L'INFORMATION	
<p>Actions et titres à revenu fixe</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Les marchés de titres à revenu fixe au Canada sont des marchés de titres d'emprunt à courtiers multiples, dont les participants sont avertis. Ces marchés sont par nature décentralisés et il n'existe pas de marché primaire ou central pour les négociations sur les titres à revenu fixe. Le modèle proposé dans le projet SNP est conçu en fonction des marchés d'actions, non des marchés de titres à revenu fixe.</p> <p>RBC DVM – Selon RBC DVM, une bonne partie de la terminologie employée dans le projet SNP n'est pas applicable au marché obligataire et le modèle de marché centralisé comportant des ordres à cours limité améliorant le cours acheteur/cours vendeur est particulier aux actions.</p> <p>OTPPB – Les marchés de titres à revenu fixe sont différents des marchés d'actions. Les différences principales proviennent des caractéristiques de chaque marché et des risques de position.</p> <p>Comités de l'ACCOVAM – Les structures des marchés de titres d'emprunt et d'actions au Canada sont fondamentalement différentes et appellent des règles de négociation et un cadre organisationnel différents. En allant au-delà du marché de gros pour inclure des règles applicables aux teneurs de marché et aux autres marchés, le personnel des ACVM n'a pas tenu compte autant qu'il l'aurait fallu de certaines caractéristiques des marchés des titres d'emprunt, notamment les suivantes : les prix des opérations sur beaucoup de titres d'emprunt sont établis sur demande et ne font pas partie d'un processus de tenue d'un marché continu et régulier, les prix varient de façon significative selon la taille des opérations individuelles, les prix sont souvent discontinus et les prix des titres d'emprunt signalent les positions de stocks sous-jacents dans les carnets de négociation.</p> <p>Shorcan – Les marchés d'actions et de titres à revenu fixe sont différents par leur nature. Le marché d'actions convient mieux que le marché des titres à revenu fixe à la notion d'un carnet d'ordres à cours limité intégré.</p>

	<p>IFI – IFI estime que le projet SNP est fortement influencé par les besoins du marché des actions. Certains aspects de la proposition nuiraient aux marchés de titres à revenu fixe et aux SNP qui y participent.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM reconnaissent dans le projet SNP que le marché des titres à revenu fixe est différent du marché des actions. Le marché des titres d'emprunt est surtout un marché de courtiers hors cote et les ACVM reconnaissent qu'un traitement différent est nécessaire. Aussi, des règles différentes ont été imposées pour le marché des titres à revenu fixe en ce qui concerne la transparence de l'information et la réglementation du marché.</i></p>
<p>Les règles de transparence de l'information pour les titres d'emprunt et la liquidité</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Le projet SNP améliorera la transparence, mais l'environnement en résultant peut réduire de façon significative la disposition des courtiers à jouer le rôle de teneur de marché en rétrécissant les fourchettes cours acheteur et cours vendeur au point où le risque qu'encourt le teneur de marché pour donner la continuité au marché n'est tout simplement pas rémunéré de façon adéquate.</p> <p>RBC DVM – RBC DVM estime que l'augmentation de la transparence jusqu'au niveau d'une information complète en temps réel sur toutes les opérations réduira de façon marquée la liquidité du marché. La liquidité du marché est réduite si l'identité de l'acheteur et celle du vendeur sont toutes deux révélées au marché et la formation du cours ne dépend pas de cette connaissance.</p> <p>OMERS – OMERS se préoccupe du fait les courtiers pourraient avoir des réserves à engager les capitaux actuellement employés dans un système entièrement transparent. OMERS est généralement en faveur de meilleures pratiques d'information et de déclaration sur les marchés de valeurs canadiens. Toutefois, il craint que le projet SNP ne prescrive un niveau de transparence des marchés de titres d'emprunt plus élevé que partout ailleurs dans le monde et n'ait une incidence négative sur la liquidité.</p> <p>OTPPB – La publication des noms des opérateurs et des opérations pourrait nuire gravement à la liquidité des marchés de titres à revenu fixe, parce que la contrepartie potentielle dans une stratégie de couverture hésitera à prendre une position si celle-ci doit être révélée au marché. La prémisse que la transparence est d'une importance fondamentale est fautive. Ce sont la liquidité et la capacité de procéder à une analyse de la valeur relative qui ont une importance fondamentale. La transparence n'est importante que dans les procédures d'enchères et dans les pratiques de négociation.</p> <p>Comités de l'ACCOVAM – Comme les cours acheteurs et vendeurs cotés se rapportent aux positions des stocks des courtiers, l'affichage de cette information exposerait les positions de négociation et rendrait les teneurs de marché hésitants à coter des cours sur une base continue, ce qui nuirait à la liquidité et au processus de formation du cours. Les risques liés à cette exposition seraient plus prononcés sur les marchés moins liquides, ce qui donne à penser que l'affichage obligatoire des données de marché sur les titres d'emprunt privés entraînerait des répercussions graves sur la liquidité. En outre, l'affichage de cette information de négociation pourrait signaler les intentions de négociation d'investisseurs institutionnels, ce qui pourrait les détourner de participer aux marchés secondaires. Une activité réduite de négociation de la part des courtiers et des investisseurs creusera les écarts cours acheteur et cours vendeur et augmentera les coûts d'emprunt.</p>

Banque du Canada – Les règles de transparence des ACVM pour les marchés de titres à revenu fixe vont extrêmement loin par comparaison aux règles en vigueur dans les autres pays. C'est surtout l'augmentation proposée des niveaux de transparence *après les opérations* qui présente le risque d'une incidence négative sur la liquidité du marché des titres à revenu fixe.

L'affichage en temps réel des opérations client-courtier comporte deux effets négatifs interreliés sur la disposition du courtier à fournir la liquidité. D'abord, il réduit le désir du courtier de faire concurrence pour obtenir le flux d'ordres de clients puisqu'il ne peut plus profiter de son information exclusive sur le flux d'ordres. Ensuite, le marché devient instantanément informé des ordres de clients potentiellement gros qui peuvent arriver sur le marché. Cela amène les courtiers, qui négocient pour compte propre et non à titre de mandataires, à encourir des risques de gestion de leurs stocks plus grands puisque les autres courtiers qui observent ce flux d'ordres vont, à titre préventif, déplacer leurs cotations sur le marché entre courtiers, ce qui augmente les frais de gestion du risque sur les stocks du courtier. Ces coûts seront répercutés sur les investisseurs institutionnels sous la forme d'écart plus grands entre cours acheteur et cours vendeur et d'une profondeur moindre, ce qui réduira la liquidité du marché. Il est possible d'atténuer la réduction de liquidité du marché en permettant un certain différé dans la déclaration des ordres, ce qui donne aux courtiers le temps de se défaire du risque sur les stocks à un coût moindre, et en réduisant la précision de l'information sur la taille de l'ordre négocié, ce qui contribue à maintenir l'incitation pour les courtiers à faire concurrence pour garder intact le flux d'ordres de clients.

La transparence avant les opérations – Le projet SNP oblige les ICO à fournir à l'agence de traitement de l'information l'information sur tous les titres négociés. Cela équivaut à une institutionnalisation de CanPX et ne prête probablement pas à controverse. L'obligation de fournir l'information imposée aux teneurs de marché est difficile à interpréter. Les clients placent des ordres à cours limité auprès de courtiers, mais on ne pense pas généralement que les teneurs de marché placent des ordres en ce sens (si ce n'est auprès des ICO). La Banque du Canada est d'avis que les ACVM doivent apporter des éclaircissements sur certaines ambiguïtés dans le projet SNP. Dans la sphère des clients, les « ordres de teneur de marché » seraient très probablement les cotations sur les titres que les courtiers offrent en réponse aux demandes de clients ou les cotations fermes sur des opérations de petite taille affichées par les courtiers sur certains titres. Le problème vient de ce que les courtiers sur le marché des titres à revenu fixe n'offrent pas des cotations de façon continue. Si les teneurs de marché sont obligés de présenter les cotations qu'ils font, le marché tout entier saura que quelqu'un cherche à acheter ou à vendre un montant donné d'un certain titre. Dans ce scénario, l'information après les opérations est redondante. La Banque du Canada a commencé il y a longtemps à préconiser une transparence accrue sur les marchés de titres à revenu fixe, à une époque où elle était pratiquement inexistante. Toutefois, si un certain degré d'information sur les cotations et les opérations améliore l'efficacité du marché et la liquidité, des indications laissent prévoir qu'un degré trop élevé aura une incidence négative sur les marchés.

Ministry of Finance and Corporate Relations de Colombie-Britannique-

En sa qualité d'émetteur de titres d'emprunt, la province de la Colombie-Britannique craint que certains des changements proposés n'entraînent un changement fondamental dans le fonctionnement du marché canadien des titres à revenu fixe, qui aurait, croyons-nous, un impact négatif. Les changements proposés qui suscitent le plus de préoccupations sont ceux qui visent à améliorer la transparence et la liquidité sur le marché canadien des

	<p>titres à revenu fixe. Nous sommes d'avis que certaines des règles de transparence proposées entraîneront en fait une diminution de la liquidité sur le marché canadien des titres à revenu fixe. En particulier, nous pensons que l'exigence d'une transparence avant et après les opérations immédiate et complète aura pour résultat que les courtiers seront moins disposés à jouer le rôle de teneurs de marché sur les titres à revenu fixe. Cela aura évidemment une incidence sur la liquidité sur le marché des titres à revenu fixe et finira par avoir un impact négatif sur les coûts pour les participants de ce marché. Nous craignons que l'effet sur la liquidité du marché soit plus marqué sur le marché des titres moins liquides, comme les emprunts des provinces.</p> <p>Comme les émissions de titres d'emprunt publics sont devenues moins fréquentes ces dernières années, la liquidité de ces titres est devenue un facteur de plus en plus important pour déterminer la valeur d'un titre et aussi notre coût d'émission. Au cours des dernières années, la province de la Colombie-Britannique a travaillé en vue de créer des obligations de référence liquides sur le marché, pour lesquelles les courtiers seraient disposés à jouer activement le rôle de teneur de marché. Les changements exposés dans le projet SNP viendraient réduire à néant le fruit de ces efforts et augmenteraient inévitablement les coûts d'émission pour la province.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont l'intention de mettre en œuvre les règles de transparence pour les SNP et les ICO. CanPX a déposé une demande pour devenir l'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt non cotés. Les ACVM ont affiné les règles de transparence sur le marché des titres à revenu fixe pour tenir compte des discussions avec les participants au marché, les émetteurs, la Banque du Canada, l'ACCOVAM et le ministère des Finances. Ces ajustements reflètent la nature unique du marché des titres d'emprunt et le fait que c'est un marché de courtiers hors cote.</p>
<p>L'absence de consolidation des données et d'intégration des marchés au départ</p>	<p>CDNX – CDNX s'inquiète de ce que le projet SNP n'exige pas que la consolidation des données et l'intégration des marchés soient opérationnelles avant que les normes canadiennes entrent en vigueur.</p> <p>Réponse des ACVM – En l'absence de certitude sur le nombre et l'identité des marchés qui fonctionneront au Canada, les ACVM estiment qu'une période de transition est nécessaire, tant pour la consolidation des données que pour l'intégration des marchés.</p>
<p>Les obligations d'affichage pour les marchés</p> <p>(Norme canadienne 21-101, parties 7 et 8)</p>	<p>Banque du Canada – Les négociations dans certains systèmes de négociation innovateurs sont fondées sur l'hypothèse d'une transparence nulle avant les opérations, par exemple, les systèmes à fixage. Ce type de système serait probablement empêché de fonctionner au Canada selon les règles sur la transparence avant les opérations du projet SNP.</p> <p>Réponse des ACVM – Les règles de transparence avant les opérations n'obligent les marchés à fournir de l'information à l'agence de traitement de l'information que si le marché affiche l'information avant les opérations à l'intention d'autres participants au marché. Les systèmes qui procèdent à des fixages anonymes n'affichent pas d'ordres et ne sont donc pas soumis aux règles de transparence.</p>
<p>La dispense des règles d'affichage pour les titres d'emprunt</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Valeurs mobilières TD est d'avis qu'on devrait adopter l'approche suivie pour CanPX. Elle ne recommande donc pas une dispense de l'obligation d'affichage fondée sur la valeur de l'ordre. Conformément au modèle de CanPX, l'obligation d'affichage devrait plutôt être laissée à la discrétion du courtier, parce que c'est lui qui est le « client » et qu'il</p>

<p>Question 4 : Devrait-il y avoir une dispense de la règle de l'affichage pour les titres d'emprunt, en fonction de la valeur de l'ordre ou de quelque autre critère? Dans l'affirmative, quel critère faudrait-il adopter? (Norme canadienne 23-101, partie 6)</p>	<p>faut respecter ses préférences en matière d'affichage. Le modèle de CanPX rend transparents en temps réel tous les ordres se rapportant à des « émissions désignées » qui sont soit affichés soit exécutés par l'entremise des écrans d'ICO. Historiquement, toutefois, l'activité de négociation bilatérale entre courtiers non fondée sur l'obligation de l'ICO n'a pas été soumise à la règle de l'affichage et il devrait continuer d'en être ainsi parce que cela réalise un juste équilibre entre le besoin du client d'avoir accès à la fourchette cours acheteur et cours vendeur à l'intérieur du marché et le besoin du courtier de gérer sa propre position.</p> <p>OTPPB – La présentation de l'information sur les opérations par un marché électronique sur les titres standardisés et relativement liquides comme les obligations du gouvernement du Canada de référence est suffisante. Il n'est pas nécessaire d'exiger une information complète sur toutes les activités et cela pourrait réduire de façon substantielle l'efficacité du marché. Lorsque l'information est disponible sur les blocs de titres non liquides, elle ne devrait être présentée que pour les opérations d'une taille minimale, par ex. les blocs de 5 millions de dollars ou plus. L'affichage d'ordres portant sur des gros blocs n'est pas à conseiller sur le marché des titres d'emprunt.</p> <p>Barclays – Oui. Le critère devrait être fondé sur la valeur de l'ordre. Il se peut que le seuil doive être différent pour les obligations publiques et privées.</p> <p>CPIM – CPIM ne pense pas qu'il devrait y avoir une obligation d'affichage pour les titres d'emprunt. La transparence n'est utile pour l'investisseur que dans la mesure où elle améliore la liquidité et/ou l'efficacité. CPIM estime que sa capacité d'exécuter des ordres sur le marché des titres d'emprunt est élevée et que, par conséquent, la transparence sur le marché des titres d'emprunt est probablement proche du point optimal.</p> <p>Groupe Investors – Les clients ne devraient pas être en mesure de déterminer quelle partie de leur ordre est affichée. Ils ne devraient pas être obligés d'afficher une « intention ». Tous les ordres réels devraient être affichés et il ne devrait pas y avoir de dispense, en fonction de la valeur ou de quelque autre critère.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont modifié les règles de transparence applicables aux titres d'emprunt non cotés pour les ICO. Il n'y aura pas de dispense des règles de l'affichage pour les titres d'emprunt non cotés en fonction de la valeur de l'ordre, mais le volume de l'ordre à afficher pour les titres d'emprunt privés dépendra de la valeur de l'opération.</p>
<p>Définition du teneur de marché</p> <p>Question 5 : La définition du terme « teneur de marché » est-elle appropriée? (Norme canadienne 23-101, art. 1.1)</p>	<p>OTPPB – La définition est appropriée. Cependant, il est peu d'intervenants aujourd'hui qui s'engageront à fournir un cours acheteur et un cours vendeur à tout moment. Il y a une grande diversité des pratiques suivies par les courtiers et ils assument des gammes différentes de risque.</p> <p>Barclays – Oui.</p> <p>Comités de l'ACCOVAM – Pour de nombreux titres d'emprunt publics, particulièrement les titres émis par les petites provinces, les municipalités et les entreprises publiques, et pratiquement pour tous les titres d'emprunt privés, y compris les obligations de qualité supérieure, les courtiers donnent des cotations de façon sélective sur demande de clients. Pour ces titres, l'activité de négociation n'entrerait pas dans la définition du terme « teneur de</p>

	<p>marché » et l'information avant les opérations et après les opérations ne serait pas fournie.</p> <p>CPIM – CPIM est d'accord avec cette définition.</p> <p>Groupe Investors – La définition semble appropriée.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM ont supprimé les règles applicables aux teneurs de marché et ont donc éliminé la définition du terme « teneur de marché ». Ces règles ont été remplacées par des règles applicables aux courtiers.</i></p>
<p>Moment où l'information avant les opérations devrait être fournie pour les titres d'emprunt</p> <p>Question 6 : Les règles imposant au teneur de marché de fournir l'information avant les opérations devraient-elles être mises en œuvre de manière progressive? Quelle information devrait-il fournir? À quel moment cette information devrait-elle être fournie, dans un premier temps? Est-il approprié d'exiger que cette information soit fournie en temps réel d'ici un an?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Valeurs mobilières TD estime qu'il faudrait suivre le modèle de CanPX, de sorte qu'il faudrait se servir de données en temps réel plutôt que différées. Le seul cas où l'on devrait permettre une dérogation à la diffusion en temps réel, c'est lorsqu'il existe des raisons technologiques contraignantes.</p> <p>OTPPB – L'obligation proposée fonctionnera pour les ordres qu'ont les intermédiaires entre courtiers et les SNP, mais non pour les autres. L'obligation de présenter la totalité des indications d'intérêt est difficile à exécuter et n'est pas toujours applicable. Les courtiers ont déjà un moyen de présentation des indications d'intérêt dans les écrans des ICO. Ces informations, jointes à l'information accessible sur les SNP, sont suffisantes.</p> <p>RBC DVM – La définition d'un ordre implique qu'un teneur de marché qui, sur demande, indique oralement à un client un cours acheteur compris dans la fourchette de cotation du marché sur le titre doit révéler ce cours acheteur au marché, que la transaction ait lieu ou non. En fait, chaque fois qu'un teneur de marché cote un cours acheteur ou vendeur compris dans la fourchette de cotation du marché (affichée sur l'écran de l'ICO), il doit le déclarer. Cela découragera tous les courtiers de coter des cours acheteurs ou vendeurs sur une base concurrentielle et d'accepter des ordres du marché qui sont à l'intérieur de la fourchette de cotation du marché en raison des obligations plus lourdes de déclaration.</p> <p>Barclays – Les obligations imposées aux teneurs de marché ne devraient pas être introduites de manière progressive. Si la raison justifiant de fournir l'information est de créer plus de transparence et de faire se manifester la liquidité cachée, la fournir une fois par jour ne répond pas à cet objectif. L'information devrait comprendre le cours acheteur/le cours vendeur, la taille, le prix et le taux actuariel. L'information devrait être fournie en temps réel ou d'une manière s'en rapprochant le plus possible. Le choix de la fin de journée pour la présentation de l'information empêche que l'information comprenne l'information avant les opérations. L'information devrait être fournie dès que cela deviendra techniquement possible (avant le délai d'un an).</p> <p>CPIM – Selon CPIM, les teneurs de marché ne devraient pas être obligés de fournir l'information avant les opérations. En tant que clients, leur capacité d'exécuter de manière efficiente les opérations les plus élémentaires serait compromise s'ils devaient fournir l'information avant les opérations.</p> <p>Groupe Investors – Les teneurs de marché devraient être obligés de fournir l'information avant les opérations en temps réel le plus tôt possible.</p> <p>Comités de l'ACCOVAM – Si l'information avant les opérations et après les opérations est rendue obligatoire, cela n'aidera pas les investisseurs parce</p>

	<p>que la plupart des prix indiqués avant les opérations ne donneraient pas lieu à une exécution immédiate et que les négociations intermittentes sur ces titres entraîneraient une évolution discontinue des cours, en fonction des conditions du marché. En outre, les prix avant les opérations et après les opérations sur les titres d'emprunt dépendent de la taille de l'opération, par suite de l'inclusion de la marge du courtier et des coûts de règlement, de sorte que les cours de titres d'emprunt similaires peuvent différer de façon significative. L'information serait une source de confusion pour les investisseurs.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ICO et les marchés devront fournir l'information avant les opérations sur les titres d'emprunt en temps réel. Pour le moment, les courtiers ne seront pas tenus d'afficher l'information avant les opérations sur les titres d'emprunt publics ou privés.</p>
<p>L'information avant les opérations seulement sur les titres d'emprunt les plus liquides?</p> <p>Question 7 : L'information avant les opérations ne devrait-elle être exigée que pour les titres d'emprunt les plus liquides ou pour des titres répondant à quelque autre critère? Comment faudrait-il définir les titres d'emprunt « les plus liquides »? Quelle information devrait être fournie?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – L'information devrait être fournie sur tous les titres d'emprunt qui sont jugés avoir une importance. Ce résultat est atteint dans le modèle de CanPX par le moyen de la notion d'« émission désignée », c'est-à-dire des émissions prédéterminées y compris des émissions de référence, pour l'affichage et la diffusion de l'information.</p> <p>OTPPB – Il sera impossible de faire respecter la saisie même d'une petite portion de l'information avant les opérations sur le marché des titres à revenu fixe. L'information avant les opérations transmise des clients aux courtiers ne devrait être présentée qu'à la demande de ceux qui souhaitent annoncer leur indication d'intérêt.</p> <p>Barclays – L'information ne devrait être exigée que sur les titres d'emprunt les plus liquides. Toutefois, cela n'empêche pas les participants de fournir l'information sur des titres moins liquides. Les titres les plus liquides pourraient se définir comme les obligations du gouvernement du Canada, des organismes fédéraux, ainsi que les grosses émissions provinciales ou du secteur privé. Les grosses émissions seraient celles dont l'encours est supérieur à 250 000 000 \$. L'information fournie devrait comprendre le cours acheteur et le cours vendeur, la taille, le prix et le taux actuariel.</p> <p>Groupe Investors – Il faudrait que soit fournie le plus d'information avant les opérations qu'il est possible. La restriction aux seuls titres les plus liquides va à l'encontre de ce principe. Toute définition de « le plus liquide » pose des difficultés.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ICO et les marchés devront fournir l'information avant les opérations sur les titres d'emprunt publics en temps réel. Pour le moment, les courtiers ne seront pas tenus d'afficher l'information avant les opérations sur les titres d'emprunt publics ou privés.</p>
<p>Moment où l'information après les opérations devrait être fournie pour les titres d'emprunt</p> <p>Question 8 : Les règles imposant au</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Valeurs mobilières TD estime qu'il faudrait suivre le modèle de CanPX, de sorte qu'il faudrait se servir de données en temps réel plutôt que différées. Le seul cas où l'on devrait permettre une dérogation à la diffusion en temps réel, c'est lorsqu'il existe des raisons technologiques contraignantes.</p> <p>OTPPB – L'information après les opérations devrait se limiter à des sommaires des opérations effectuées par les ICO ou sur les SNP. L'information sur toutes les opérations n'est pas équitable, car elle pourrait</p>

<p>teneur de marché de fournir l'information après les opérations devraient-elles être mises en œuvre de manière progressive? Quelle information devrait-il fournir? À quel moment cette information devrait-elle être fournie, dans un premier temps? Est-il approprié d'exiger que cette information soit fournie en temps réel d'ici un an?</p>	<p>facilement être utilisée au détriment de l'investisseur ou du courtier sur les titres non liquides, sans avantage significatif pour le marché.</p> <p>Barclays – L'information après les opérations devrait être imposée de manière progressive. Elle a moins d'importance que l'information avant les opérations pour faire se manifester la liquidité cachée. L'information devrait être fournie chaque jour de négociation, à 16 h. Il convient d'introduire cette obligation d'ici un an.</p> <p>CPIM – L'obligation de fournir l'information après les opérations, bien qu'elle soit utile pour les clients, entraînera presque à coup sûr une réduction de la disposition des teneurs de marché à conclure des opérations sur les titres d'emprunt. Il convient de noter qu'il n'y a pas de véritable « fin de journée » dans la négociation des titres d'emprunt, puisque la négociation se fait à l'échelle mondiale. Il y a une interruption de 2 à 3 heures à compter de 17 h, heure de New York. À l'heure actuelle, le teneur de marché qui prend une grosse position vers la fin de la journée à Toronto transmet le carnet à Tokyo, qui le transmet ensuite à Londres. S'il est obligé d'afficher l'information sur les opérations à la fin de la journée à Toronto, il se trouvera forcé à révéler sa position avant d'avoir eu le temps de s'en défaire.</p> <p>Groupe Investors – Comme dans le cas de l'information avant les opérations, les teneurs de marché devraient être obligés de fournir l'information après les opérations en temps réel le plus tôt possible.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ICO et les marchés devront fournir l'information après les opérations sur les titres d'emprunt publics en temps réel. Pour le moment, les courtiers ne seront pas tenus d'afficher l'information après les opérations sur les titres d'emprunt publics. En ce qui concerne les titres d'emprunt privés, au départ, les ICO et les courtiers devront déclarer les opérations sur une liste d'au moins 20 titres. La déclaration doit intervenir dans l'heure qui suit l'opération. La liste des titres d'emprunt privés peut être allongée, selon l'effet de transparence sur le marché et les recommandations de l'agence de traitement de l'information. Toute l'information doit être fournie conformément aux exigences de l'agence de traitement de l'information.</p>
<p>L'information après les opérations seulement sur les titres d'emprunt les plus liquides?</p> <p>Question 9 : L'information après les opérations ne devrait-elle être exigée que pour les titres d'emprunt les plus liquides? Comment faudrait-il définir les titres d'emprunt « les plus liquides »?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – L'information devrait être fournie sur tous les titres d'emprunt qui sont jugés avoir une importance. Ce résultat est atteint dans le modèle de CanPX par le moyen de la notion d'« émission désignée », c'est-à-dire des émissions prédéterminées y compris des émissions de référence, pour l'affichage et la diffusion de l'information.</p> <p>OTPPB – Pour ce qui est de l'information après les opérations, l'information ne devrait être fournie que sur les titres d'emprunt les plus liquides, c'est-à-dire sur les obligations du gouvernement du Canada.</p> <p>Barclays – Plus le marché a d'information, mieux il est servi. Il serait préférable que l'information soit fournie pour tous les titres, non seulement pour les plus liquides.</p> <p>Groupe Investors – Il va à l'encontre des principes de transparence de n'exiger une information quelconque qu'à propos de certains titres. De plus, il ne serait pas facile de définir les titres « les plus liquides ».</p>

	<p>Réponse des ACVM – Dans le cas des titres d'emprunt publics, la déclaration des opérations sera exigée pour les titres publics de référence, certains titres d'emprunt publics désignés et une liste comprenant au départ au moins 20 titres d'emprunt privés négociés par les ICO et les courtiers. Ces titres seront déterminés par l'agence de traitement de l'information et l'information devra être fournie conformément aux exigences de celle-ci.</p>
<p>Règles particulières d'affichage pour les titres d'emprunt</p> <p>Question 10 : Le marché des titres d'emprunt du Canada est-il suffisamment semblable à celui des États-Unis pour justifier une telle approche?</p>	<p>Valeurs mobilières TD –Le marché des titres d'emprunt privés représente traditionnellement une portion relativement négligeable des opérations sur les titres à revenu fixe au Canada et il faudrait établir la justification économique d'un mécanisme particulier de déclaration et de diffusion des opérations. Valeurs mobilières TD n'a pas d'objection de principe à une telle innovation, à condition qu'elle soit économiquement viable.</p> <p>OTPPB – Une approche semblable est justifiée.</p> <p>Barclays – Non. Il faut voir l'information complète sur toutes les opérations.</p> <p>Groupe Investors – La déclaration d'opérations devrait contenir le plus d'information possible.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM vont introduire un plafond de diffusion du volume pour les titres d'emprunt privés. L'affichage indiquera, pour les titres d'emprunt de qualité supérieure, le volume réel jusqu'à concurrence de 2 000 000 \$ et « 2 000 000 \$ + » au-delà, et pour les autres titres d'emprunt, le volume réel jusqu'à concurrence de 200 000 \$ et « 200 000 \$+ » au-delà. Cette approche est similaire à celle des États-Unis, qui exige l'affichage, pour les titres de qualité supérieure, du volume réel jusqu'à concurrence de 5 000 000 \$ et de « 5MM+ » au-delà, et pour les autres titres d'emprunt, du volume réel jusqu'à concurrence de 2 000 000 \$ et de « 2 MM+ » au-delà.</p>
<p>Coûts</p>	<p>RBC DVM – RBC DVM est d'avis que l'information complète en temps réel entraînera une augmentation des coûts pour tous les participants. Le projet SNP améliorera la formation du cours pour le petit investisseur, mais ne changera guère ses coûts d'exécution, tandis qu'il fera augmenter de façon spectaculaire les coûts d'exécution des investisseurs institutionnels.</p> <p>Comités de l'ACCOVAM – Les efforts de transparence vont entraîner une augmentation des coûts d'emprunt et des coûts significatifs qui seront supportés par le secteur et par les investisseurs. Le projet CanPX a coûté aux sociétés membres de l'ACCOVAM 500 000 \$ depuis le début des années 90. L'obligation d'expansion des systèmes pour intégrer l'information de marché en provenance des pupitres de négociation et des SNP entraînera une expansion de l'infrastructure et les dépenses afférentes. Les coûts significatifs d'un système CanPX modifié ne seront pas recouverts par la vente de l'information, de sorte que les coûts seront absorbés par les courtiers ou répercutés sur les investisseurs.</p> <p>Banque du Canada – Les règles de transparence du marché vont entraîner une augmentation des coûts d'impact de marché supportés par les clients et les courtiers à l'occasion de leurs opérations. Dans la proportion où la liquidité diminue sur les marchés secondaires, les coûts d'emprunt augmentent pour les émetteurs.</p> <p>Réponse des ACVM – Les intervenants n'ont pas présenté d'éléments</p>

	<p><i>étayant la position que la transparence augmentera effectivement les coûts pour les investisseurs, particulièrement s'il se produit un rétrécissement de la fourchette cours acheteur et cours vendeur. Les ACVM n'ont pas l'intention d'imposer un niveau de transparence qui ait une incidence significative sur les coûts d'impact de marché. Les ACVM reconnaissent que les courtiers puissent avoir à supporter des coûts pour se conformer au projet SNP, mais il en va de même chaque fois que de nouvelles règles sont introduites.</i></p>
<p>L'information de marché actuellement disponible</p>	<p>RBC DVM – RBC DVM et de nombreux autres courtiers fournissent des données en cours de journée à Reuters, Telerate, Bloomberg ou d'autres fournisseurs d'information, de même que les cours de fin de journée au Globe and Mail. L'information fournie comprend des données sur toutes les obligations de référence du gouvernement du Canada, ainsi que sur certaines obligations choisies des gouvernements provinciaux et d'entreprises. Bien qu'elle ne soit pas exhaustive, la liste des obligations cotées représente la majorité des obligations négociées en volume la plupart des jours. RBC DVM estime que les cours d'ensemble du marché sont raisonnablement accessibles à la plupart des participants au marché et qu'on devrait concentrer les efforts sur la consolidation de cette information avant d'augmenter le fardeau et le coût liés à la présentation de données plus détaillées sur les opérations.</p> <p>Comités de l'ACCOVAM – L'information de marché sur les titres d'emprunt publics de référence et sur les titres d'emprunt public d'émissions non courantes négociés activement en provenance du marché liquide de gros, telle qu'elle est fournie par CanPX, fournit une référence claire pour les investisseurs institutionnels ou les particuliers qui veulent établir la valeur d'un titre sur le marché. Cette information est complétée par l'information indicative sur les cours d'obligations et de titres du marché monétaire négociés activement offerte par un grand nombre de sites Web et de fournisseurs de services d'information.</p> <p>Banque du Canada – CanPX constitue une source d'information sur les cours accessible aux clients dans la sphère des intermédiaires entre courtiers. CanPX a été conçu pour afficher les meilleures demandes et offres et les opérations chez les ICO du Canada (les courtiers ont accès à l'information sur chaque intermédiaire pour lequel ils ont l'écran). Bien que la disponibilité de l'information ait été imprévisible et que l'éventail des obligations figurant sur le système soit limité, CanPX représente un progrès significatif.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM reconnaissent que le système CanPX fournit une information très utile sur les titres d'emprunt publics, en provenance des ICO. Les ACVM ont l'intention de travailler avec CanPX en vue d'allonger la liste des titres figurant sur les écrans pour y inclure les titres d'emprunt privés négociés par les courtiers et les ICO ainsi que les titres d'emprunt non cotés négociés par les SNP.</i></p>

LES INTERMÉDIAIRES ENTRE COURTIERS SUR OBLIGATIONS	
<p>L'effet de la transparence du marché des titres d'emprunt sur les ICO</p>	<p>Shorcan – Shorcan et d'autres ICO sont touchés par la transparence qu'a introduite CanPX dans le secteur intermédié du marché. Au fil des ans, 40 % des opérations sur les titres d'emprunt du gouvernement du Canada en sont venues à être effectuées par l'entremise des systèmes des ICO. Le reste s'effectue sur le marché non intermédié, c'est-à-dire soit les opérations entre</p>

	<p>un courtier et un compte, soit les opérations directes de courtier à courtier. Si le système CanPX entraîne un détournement du volume d'opérations du secteur intermédié/visible du marché vers le secteur non intermédié, cela aura des répercussions. Il faudra corriger la disparité des règles de transparence entre les secteurs intermédié et non intermédié du marché et revoir l'approche réglementaire en fonction de l'égalité de traitement et pour la raison que l'objectif de la transparence sera compromis par le déplacement de liquidité vers le marché moins transparent. S'il se développe des systèmes de négociation électronique qui choisissent de ne pas être réglementés en tant qu'ICO, et évitent ainsi d'avoir à contribuer à CanPX, le fardeau d'assurer la transparence se trouvera partagé de façon inéquitable entre les participants au marché, les ICO en supportant une bonne partie.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM conviennent que, dans la mesure où cela est approprié, des niveaux semblables de transparence devraient être imposés à tous les participants au marché. Le projet SNP prévoit que tous les marchés et les ICO fournissent l'information se rapportant aux titres d'emprunt publics. En outre, les ICO et les courtiers fourniront le même degré de transparence pour les titres d'emprunt privés.</p>
<p>Question 12 : Le Règlement 2100 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières est-il encore approprié?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Bien que les ICO actuels ne soient pas réglementés en tant que marchés selon le projet SNP, il sera encore possible pour les nouveaux SNP de fonctionner comme marché de titres à revenu fixe. Si les SNP sont configurés de telle sorte que les clients actuels des courtiers peuvent interagir avec les autres clients de courtiers, la structure du marché actuel sera modifiée si radicalement que le Règlement 2100 sera peut-être trop étroit et trop lié spécifiquement aux ICO pour rester utile. Il semble possible que des personnes qui ne sont pas admissibles actuellement à participer aux systèmes ICO soient incitées à former des SNP, ce qui défavoriserait les membres de l'ACCOVAM assujettis au Règlement 2100.</p> <p>OTPPB – Cette interdiction n'est plus appropriée. De toute façon, l'activité sur les écrans des ICO est largement publique sur les marchés de titres d'emprunt actuels.</p> <p>Barclays – La partie du Règlement 2100 qui interdit aux intermédiaires entre courtiers sur obligations de traiter avec des personnes autres que les membres de l'ACCOVAM et les banques canadiennes à charte n'est plus appropriée. Elle empêcherait ces intermédiaires de devenir des SNP.</p> <p>Groupe Investors – Les règles ne devraient pas empêcher les intermédiaires entre courtiers sur obligations de devenir des SNP, pourvu qu'on trouve une solution efficace aux préoccupations concernant la solvabilité.</p> <p>Shorcan – Le Règlement 2100 est lié spécifiquement au marché tel qu'il existe aujourd'hui. S'il se développe des SNP qui assurent aux acheteurs institutionnels d'instruments à revenu fixe une plus grande participation au marché de gros que celle qu'ils ont à l'heure actuelle, il faudra vraisemblablement modifier de façon importante le Règlement 2100 ou l'abandonner pour adopter le projet SNP.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont demandé à l'ACCOVAM de modifier l'alinéa 4 a) du Règlement 2100. À l'heure actuelle, l'ICO a le choix de conserver son statut d'ICO selon les règles de l'ACCOVAM ou de devenir un SNP et d'être alors assujéti à toutes les règles imposées aux marchés selon le projet SNP. Si l'ICO choisit de devenir un marché, il</p>

	échappe à l'application du Règlement 2100 et du Statut 36 de l'ACCOVAM.
--	--

L'AGENCE DE TRAITEMENT DE L'INFORMATION (Norme canadienne 21-101, partie 15)	
<p>Les règles applicables à l'agence de traitement de l'information</p> <p>Question 11 : Y a-t-il d'autres règles qu'il faudrait appliquer à l'agence de traitement de l'information?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – TD Valeurs mobilières note que l'on a pris la décision de nommer une agence de traitement de l'information sans passer par une demande de propositions. Selon elle, les ACVM devraient examiner i) un plan d'activités, accompagné d'états financiers pro forma et d'estimations de recettes, ii) une déclaration indiquant si l'agence de traitement de l'information emploiera son propre personnel ou s'en remettra à des tiers par impartition, iii) des dispositions concernant la notification aux ACVM des changements importants au fonctionnement, par exemple l'exercice d'une activité nouvelle, la réalisation d'une transaction affectant le contrôle ou l'intention de réaliser une telle transaction, etc. Le formulaire K prévu à l'annexe 21-101A5 devrait traiter explicitement des procédures de protection de la confidentialité des renseignements reçus.</p> <p>Shorcan – Selon Shorcan, le rôle de l'agence de traitement de l'information devrait être circonscrit de manière assez stricte pour qu'elle ne devienne pas un concurrent des participants mêmes qui lui fournissent l'information qu'elle rend transparente. L'agence de traitement de l'information ne devrait pas avoir la possibilité d'utiliser, ou être incitée à utiliser, son rôle pour profiter d'un avantage sur les autres participants au marché avec lesquels l'agence peut être en concurrence directe ou indirecte.</p> <p>Groupe Investors – Il n'est pas clair qu'il faudrait des règles additionnelles applicables à l'agence de traitement de l'information.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM adoptent la recommandation d'examiner un plan d'activités, une déclaration indiquant si l'agence de traitement de l'information emploiera son propre personnel et des dispositions concernant la notification des changements importants aux ACVM. Le rôle de l'agence de traitement de l'information n'est pas de faire concurrence aux participants qui fournissent les données. Les ACVM vont assurer la surveillance de l'agence de traitement de l'information pour veiller à ce que tous les conflits d'intérêts potentiels soient traités de façon appropriée.</i></p>

L'INTÉGRATION DES MARCHÉS	
<p>La solution technologique</p>	<p>IFI – En ce qui touche l'intégration des marchés, le projet SNP n'aborde pas directement certaines des implications technologiques. La connexion entre les marchés doit être acceptable pour les marchés et elle ne doit pas dégrader les systèmes des SNP participants en réduisant leur vitesse ou en abaissant leur fiabilité. En outre, l'interconnexion serait difficile, prendrait du temps et coûterait cher. Les SNP ont chacun leur propre plateforme technologique. L'intégrateur de marchés doit élaborer un plan pour minimiser le coût et le temps nécessaires pour réaliser la connectivité. En outre, l'élaboration d'une interface convenant aux autres SNP ou à un intégrateur de marchés devrait être une action de collaboration, entreprise par l'intégrateur de marchés en consultation avec les SNP de façon qu'on perde le moins de temps possible pour arriver à la bonne solution d'interface.</p>

	Réponse des ACVM – Les ACVM ont imposé une approche par étapes en vue de répondre aux besoins du marché et de ses participants. Les ACVM sont flexibles quant à la solution technologique appropriée.
Les risques d'exécution en double	<p>IFI – L'un des obstacles à l'affichage sur un SNP de demandes ou d'offres provenant d'autres SNP est le risque d'exécution en double lorsque les demandes et les offres de concurrents apparaissent simultanément sur les écrans d'autres SNP et sur celui d'IFI. Il est possible que des clients répondent à la même demande ou à la même offre au même moment, de sorte que s'effectue l'achat ou la vente du double de la quantité effectivement disponible. Il existe des solutions techniques permettant de prévenir ce résultat, mais ces solutions peuvent contribuer à créer des problèmes de latence (le délai qui s'écoule entre l'affichage d'un ordre et son affichage pour tous les participants) et provoquer une certaine frustration des clients qui ne peuvent exécuter immédiatement ce qu'ils voient à l'écran pendant que le système vérifie pour éviter l'exécution en double.</p> <p>Réponse des ACVM – Chaque marché doit établir des systèmes pour éviter l'exécution en double et pour informer les participants de la façon d'entrer les ordres. Lorsqu'un marché envoie un ordre à un autre système en vue de l'exécution, il faut qu'il puisse s'attendre raisonnablement à ce que l'ordre soit exécuté immédiatement.</p>
Coûts et établissement du prix	<p>IFI – Comment les SNP vont-ils réaliser un profit sur les opérations qui transitent par leurs systèmes? À l'heure actuelle, les SNP se servent du prix des opérations comme d'un outil concurrentiel. Le plan d'intégration des marchés omet l'information nécessaire pour que les SNP puissent évaluer la viabilité financière de la participation au nouveau système. Tout protocole choisi pour réaliser l'intégration des marchés doit être articulé en fonction des SNP et accepté par eux pour qu'il y ait une assurance raisonnable de recettes acceptables lorsque les ordres sont exécutés entre les marchés.</p> <p>Réponse des ACVM – L'intégration des marchés ne devrait pas avoir de répercussions négatives sur la capacité du SNP de demander des prix et de percevoir des recettes dans la mesure où le SNP sera en mesure d'imposer des frais d'opération pour toutes les opérations exécutées sur son système. Le SNP doit développer un modèle de fonctionnement fondé non pas sur la réception d'ordres en provenance d'autres marchés, mais sur la réception et l'exécution d'ordres sur son propre système.</p>
Intégration des opérations	<p>TSE – Selon le TSE, il existe trois solutions possibles pour intégrer les opérations en vue de transmettre les ordres exécutables au marché qui présente le meilleur cours : a) un intégrateur central qui achemine tous les ordres sur tous les marchés; b) un modèle réparti qui permet à des fournisseurs multiples d'acheminer des ordres vers le meilleur marché; c) une approche de marché, selon laquelle chaque marché est capable d'acheminer les ordres à un autre marché. Chacune comporte des avantages et des inconvénients. Selon le TSE, une solution centrale fournira les mêmes possibilités d'acheminement à tous les participants et entraînera des délais de transmission du réseau qui auront une incidence sur le traitement des ordres.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont prévu un modèle pour la phase 1 de l'intégration et vont examiner quel modèle est approprié pour la phase 2.</p>
COMMENTAIRES SUR DES ARTICLES SPÉCIFIQUES DE LA NORME CANADIENNE 21-101	
Définition du marché	Bloomberg – Bloomberg recommande que la définition du terme « marché » exclue expressément les systèmes de cotation à courtier unique, les systèmes

<p>(Norme canadienne 21-101, partie 1)</p>	<p>d'acheminement des ordres, les systèmes qui automatisent les activités de teneurs de marché inscrits et les systèmes de babillard électronique, ainsi que le fait la Rule ATS aux États-Unis. En outre, les ACVM devraient fournir des orientations sur le point à partir duquel les systèmes d'acheminement d'ordres devraient être inscrits à titre de courtier. Bloomberg est d'avis que les communications entre les courtiers et leurs clients ne devraient pas être réglementées.</p> <p>Réponse des ACVM – Dans l’Instruction complémentaire 21-101, les ACVM ont expressément exclu les systèmes de cotation à courtier unique, les systèmes d’acheminement d’ordres et les babillards électroniques de la définition du terme « marché ».</p>
<p>La mise en garde au sujet du risque</p> <p>(Norme canadienne 21-101, art. 6.8)</p>	<p>Swift Trade – La règle prévoyant la mise en garde au sujet du risque sur les titres étrangers est étrange dans le cas des États-Unis, compte tenu de la qualité des marchés américains. Elle ralentirait les opérations, du fait de la nécessité d'obtenir une confirmation, à moins qu'elle ne s'applique qu'au courtier.</p> <p>Bloomberg – La mise en garde au sujet du risque conviendrait peut-être si le SNP était ouvert aux épargnants, mais les adhérents de Tradebook sont des courtiers ou des investisseurs institutionnels qui n'ont pas besoin de se faire rappeler de façon répétée les risques liés aux opérations sur un SNP. Si la mise en garde est jugée nécessaire à l'endroit des investisseurs autres que les épargnants, Bloomberg estime qu'elle devrait être fournie au moment où le client devient un adhérent du SNP. En outre, on impose un lourd fardeau au SNP en exigeant cette mise en garde avant chaque ordre.</p> <p>Réponse des ACVM – La mise en garde ne porte pas sur le risque rattaché à une société particulière, elle vise plutôt à faire ressortir le risque plus grand qui s'attache aux opérations sur les titres d'émetteurs qui sont inscrits à la cote de Bourses étrangères. Les ACVM vont établir clairement que la mise en garde doit être faite au moment où le client devient adhérent du SNP et avant qu'il place son premier ordre sur des titres étrangers.</p>
<p>Les applications</p> <p>(Norme canadienne 21-101, art. 7.1 et 7.3, et IC 21-101)</p>	<p>Barclays – Selon Barclays, dans certains cas, la formulation du projet SNP n'indique pas clairement comment certaines opérations doivent être traitées. Il est prévu que certaines opérations sur les SNP seront de la nature d'applications anonymes, par lesquelles des investisseurs indiquent les volumes auxquels ils sont prêts à acheter ou à vendre à un prix indiqué en fonction d'une référence et à établir. Barclays demande que l'article 7.1 de la Norme canadienne 21-101 soit modifié pour indiquer clairement qu'un SNP qui est un pur réseau d'applications n'a pas d'ordres à afficher.</p> <p>Réponse des ACVM – Il n'est pas possible de donner des éclaircissements en vue d'une nouvelle technologie qui peut être développée. Toute question concernant le champ d'application du projet SNP devrait être adressée directement au personnel. Toutefois, les ACVM sont d'avis que pour les purs réseaux d'applications, l'information avant les opérations n'a pas à être fournie.</p>
<p>L'information à fournir sur les frais de transaction pour le</p>	<p>Barclays – Les frais de transaction ou d'accès d'un SNP sont souvent les seuls frais de transaction liés aux opérations effectuées sur le SNP, sans autres commissions. La comparaison du cours d'un SNP incluant les frais de transaction au cours d'une Bourse sans commission peut conduire à des</p>

<p>marché</p> <p>(Norme canadienne 21-101, partie 10)</p>	<p>interprétations erronées de la meilleure demande et de la meilleure offre, avec les conséquences pouvant en découler sur les règles de négociation. Le projet SNP dans sa forme actuelle ne demande que la publication du barème des frais de transaction par l'entremise du consolidateur de données et n'exige pas le calcul d'un prix combiné. Cela est approprié et l'instruction complémentaire devrait être modifiée pour établir clairement que le prix combiné n'a pas à être calculé.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM sont d'accord avec l'observation et vont modifier l'Instruction en vue de formuler plus clairement ce qui est voulu.</p>
<p>La transmission de la déclaration d'opération du SNP</p> <p>(Norme canadienne 21-101, art. 11.5)</p>	<p>TSE – Le TSE n'est pas d'accord avec l'article 11.5, qui permet à un SNP de transmettre l'information sur l'ordre et l'opération à son mandataire agréé dans un délai de 90 secondes. La règle devrait être modifiée pour exiger que le SNP produise l'information en temps réel.</p> <p>CDNX – Les ACVM devraient exiger que les SNP fournissent les données sur les ordres et sur les opérations en temps réel, et non dans les 90 secondes suivant l'exécution.</p> <p>Réponse des ACVM – La Norme a été modifiée : désormais, l'information doit être fournie lorsqu'elle est exigée par l'agence de traitement de l'information, conformément aux exigences de celle-ci.</p>
<p>Le SNP étranger</p> <p>(Norme canadienne 21-101, partie 14)</p>	<p>Swift Trade – La règle obligeant le SNP étranger à s'inscrire dans au moins un territoire constitue un obstacle au commerce déraisonnable, n'avantage pas les marchés financiers, n'offre pas plus de choix à l'investisseur et nuit à l'activité de Swift Trade. Selon Swift Trade, elle irait à l'encontre de l'uniformité des règles, parce qu'il n'est pas question que les Bourses étrangères qui traitent directement ou indirectement avec des courtiers soient tenues de s'inscrire. En outre, Swift Trade estime qu'il serait impossible de satisfaire aux exigences de la CVMO et de l'ACCOVAM, qui prévoient une entité constituée au Canada et une présence locale. Si l'inscription était exigée, cela forcerait les courtiers canadiens à avoir accès aux SNP américains par l'entremise de courtiers américains, ce qui impose des délais et des charges administratives inutiles.</p> <p>Les SNP étrangers, s'ils étaient inscrits, seraient assujettis aux règles sur la consolidation de l'information, la réglementation du marché, l'intégration des marchés, la compensation et le règlement, la piste de vérification et à d'autres règles qui n'ont pas de sens. Les titres négociés sur des marchés étrangers, notamment les titres intercotés, ne seraient pas assujettis à ces règles. Selon Swift Trade, les SNP étrangers ou les titres négociés sur les marchés étrangers devraient être dispensés de l'application du projet SNP ou les arrangements actuels avec les SNP étrangers devraient être protégés par une disposition de maintien des droits acquis.</p> <p>Bloomberg – Selon Bloomberg, un SNP ne devrait pas avoir à s'inscrire comme courtier dans le territoire intéressé s'il ne fait qu'offrir l'accès à des courtiers et à des institutions figurant sur une liste.</p> <p>Réponse des ACVM – Si ces entités exercent leur activité sur un territoire, elles doivent être inscrites auprès de l'autorité en valeurs mobilières de ce territoire et être réglementées par elle. Toutefois, si le SNP ne traite qu'avec des adhérents qui sont inscrits comme courtiers dans un autre territoire, l'autorité en valeurs mobilières de ce territoire envisagera de lui accorder une dispense d'inscription.</p>

<p>La compensation et le règlement (Instruction complémentaire 21-101, partie 16)</p>	<p>CDS – Le paragraphe 2) de l'article 16.1 prévoit que le SNP ou l'adhérent peut déclarer une opération à la chambre de compensation. Cela soulève deux difficultés. D'abord, il y a le risque que l'abonné et le SNP déclarent tous deux l'opération. Cela entraînera une double déclaration des opérations et sera source de confusion. La CDS propose que le SNP et l'adhérent doivent s'entendre entre eux sur celui des deux qui déclarera l'opération. En deuxième lieu, il se peut que l'adhérent soit ou non participant de la chambre de compensation. Le projet SNP suppose que, dans le cas où l'adhérent n'est pas participant, le SNP déclare l'opération. Toutefois, il se peut que l'adhérent passe par l'entremise d'un courtier de règlement.</p> <p>Réponse des ACVM – La partie 13 de la norme a été modifiée et précise que, dans le cas d'adhérents qui sont inscrits selon la législation en valeurs mobilières, le SNP, l'adhérent ou un mandataire de l'adhérent doit déclarer l'opération. Dans le cas d'adhérents qui ne sont pas inscrits selon la législation en valeurs mobilières, le SNP ou un mandataire de l'adhérent doit déclarer l'opération. Dans l'Instruction complémentaire, il est prévu que le SNP doit déterminer si la déclaration des opérations sera faite par lui-même ou par ses adhérents, prendre les arrangements nécessaires avec l'agence de compensation et informer les ACVM de la façon dont les opérations seront déclarées et réglées.</p>
<p>La compensation et le règlement (Norme canadienne 21-101, partie 13)</p>	<p>CDS – La CDS demande que le terme « confirmées » soit supprimé de l'article 13.1, puisqu'il s'agit d'un terme généralement employé pour indiquer l'accord à une opération effectuée à l'extérieur d'une Bourse. Les opérations effectuées sur une Bourse n'ont pas besoin d'être confirmées, parce qu'elles ont été pré-appariées dans le cadre du fonctionnement de la Bourse. Donc, la CDS s'attend à ce que le résultat du SNP soit des opérations pré-appariées qui doivent être déclarées à la chambre de compensation et ces opérations n'ont pas besoin d'être confirmées.</p> <p>IFI – On ne voit pas clairement comment le projet SNP traitera les obligations légales entre SNP ou entre le SNP et le consolidateur de marchés, si l'on adopte une approche centralisée. Si l'obligation est supposée se transmettre par l'entremise du SNP ou du consolidateur de marchés, de sorte qu'IFI devrait reconnaître le client ultime de l'autre SNP comme sa contrepartie, la question se pose de savoir comment IFI peut savoir à l'avance qu'elle traite avec une contrepartie acceptable pour laquelle des limites de crédit suffisantes ont été établies. Par contre, si l'obligation s'arrête à l'autre SNP ou au consolidateur de données, il y a un potentiel de risque de concentration contre une contrepartie.</p> <p>Réponse des ACVM – Il incombe au SNP d'assurer une compensation appropriée. Le SNP doit veiller à ce que les arrangements appropriés de compensation aient été pris. Les seules contreparties possibles sont celles qui ont accès à l'agence de compensation (le SNP ou l'adhérent) ou qui ont engagé un mandataire pour agir pour leur compte. Dans le cas du mandataire, il serait membre de la chambre de compensation et satisferait à toutes les exigences de crédit de la chambre de compensation.</p>

FORMULAIRES	
Annexe 21-101A3	<p>Bloomberg – Selon Bloomberg, l'information trimestrielle concernant les opérations sur tous les titres canadiens et étrangers qui ont été effectuées sur son système est définie trop largement et il faudrait définir de façon plus étroite l'information exigée. Bloomberg presse les ACVM de limiter l'information aux titres dont l'émetteur est constitué au Canada et qui se négocient sur un marché au Canada ou aux titres faisant l'objet d'une opération sur une Bourse canadienne qui constitue le marché principal du titre.</p> <p>Réponse des ACVM – Le rapport trimestriel vise à permettre de suivre l'ensemble des opérations effectuées sur les marchés qui exercent leur activité au Canada, abstraction faite du lieu où est situé l'émetteur.</p>

LA RÈGLE DU BLOCAGE DES APPLICATIONS – LES RÈGLES D’AFFICHAGE	
<p>Exceptions fondées sur le nombre de titres de participation ou de titres privilégiés</p> <p>Question 13 : Devrait-il également y avoir une exception fondée sur le nombre d'actions négociées (en plus de la valeur des actions négociées)? Faut-il prévoir d'autres exceptions aux règles d'affichage?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – La décision d'abandonner la règle de blocage des applications et de la remplacer par des règles d'affichage n'implique pas qu'on doive établir une exception aux règles d'affichage fondée sur le nombre de titres négociés. Les règles d'affichage des ordres en fonction de la taille de ceux-ci sont en général propres à chaque marché et il est difficile d'élaborer des règles d'application générale qui soient justes et appropriées.</p> <p>OTPPB – Sur le <i>marché des actions</i>, la seule exception à la règle de blocage des applications devrait être fondée sur la taille du bloc négocié – 100 000 \$ pour les actions et 100 contrats pour les options.</p> <p>Barclays – Il faut d'autres exceptions fondées sur le nombre d'actions négociées. Parfois, il se peut que les participants aient besoin de négocier un bloc d'actions à cours peu élevé dont la valeur totale peut ne pas atteindre 100 000 \$, alors que l'opération porte néanmoins sur une grande partie du flottant de la société. Cette exception n'aurait probablement pas d'incidence sur les actions de sociétés à grande capitalisation.</p> <p>CSTA – Tout ordre donné au marché devrait être affiché pour tous, indépendamment de la taille ou de la valeur de l'opération.</p> <p>ITG Canada – Selon ITG Canada, en plus de l'exception fondée sur la valeur des actions négociées, il faut des exceptions distinctes fondées i) sur le nombre d'actions négociées (pour les titres à cours peu élevé, à l'égard desquels le seuil est trop élevé), et ii) sur la liquidité des actions négociées (pour les actions très liquides, à l'égard desquelles le seuil est trop bas). ITG propose que les ordres sur des actions de participation et des actions privilégiées portant sur plus de 100 000 titres soient dispensés de l'affichage, même s'ils n'atteignent pas le seuil de 100 000 \$. En sens inverse, dans le cas d'ordres sur des actions de participation et des actions privilégiées qui sont très liquides, ITG propose que le seuil soit plus élevé, à 200 000 \$.</p> <p>Instinet Canada – La décision d'abandonner les règles de blocage des applications et de les remplacer par des règles plus étendues d'affichage est utile. Instinet pense qu'une dispense fondée sur le nombre d'actions négociées est nécessaire. La dispense devrait être ouverte selon une échelle mobile fondée sur le cours des actions.</p> <p>Groupe Investors – Les clients devraient avoir le droit de déterminer la proportion de leur ordre qui est affichée, puisqu'il leur appartient. Exiger que</p>

	<p>tous les ordres ayant une valeur inférieure à 100 000 \$ soient affichés en totalité n'est pas logique et peut constituer un empêchement en vue d'obtenir le meilleur cours.</p> <p>CDNX – Il ne devrait pas y avoir de dispense d'application de la règle de l'affichage. Les règles de l'affichage en totalité sont importantes pour tous les investisseurs. Les épargnants n'ont pas les mêmes possibilités que les gros investisseurs et les règles devraient viser à corriger cela. Il est artificiel de fixer les dispenses en fonction de la valeur de l'opération, comme une opération de 100 000 \$ sur un titre qui se négocie à 100 \$ ne représente pas la même chose qu'une opération de 100 000 \$ sur un titre qui se négocie à 1,00 \$. Le projet SNP ne comporte pas de règle de blocage des applications. Les investisseurs en actions de petites sociétés ont besoin de la protection d'une règle de blocage des applications, qui permet aux courtiers d'apparier les ordres à l'intérieur de la fourchette cours acheteur cours vendeur, mais seulement s'ils consentent à en laisser 50 % au carnet existant si la valeur globale est égale ou inférieure à 75 000 \$. Les épargnants auront confiance dans l'intégrité et l'équité du marché s'ils savent que leurs ordres ont de bonnes chances d'être exécutés en fonction d'une priorité de prix/temps.</p> <p>CNA de l'ACCOVAM – Le CNA craint que le seuil de 100 000 \$ ne pose des problèmes dans le cas d'ordres portant sur des titres à cours peu élevé. Le CNA recommande une règle utilisant comme seuil le moindre de 100 000 \$ et 10 000 actions. Il serait peut-être approprié, également, de permettre au client de demander que son ordre soit retenu.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont supprimé cette règle.</p>
<p>Les ordres à cours limité sur les titres à revenu fixe</p> <p>Question 14 : La règle concernant les ordres à cours limité de clients devrait-elle s'appliquer au marché des titres à revenu fixe?</p> <p>(Norme canadienne 23-101, art. 6.1)</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Le marché des titres à revenu fixe est un marché de courtiers sur lequel les ordres à cours limité de clients ne sont pas affichés, avec le résultat que la règle d'affichage ne devrait pas s'appliquer.</p> <p>OTPPB – Il vaut la peine d'afficher les demandes ou offres internes. Cette règle ne devrait s'appliquer qu'aux participants qui souhaitent faire connaître leur intérêt sur le marché. Si le client ne souhaite pas qu'un ordre à cours limité soit affiché, le marché du titre auquel il est intéressé peut franchir la limite qu'il a indiquée.</p> <p>Barclays – Oui, la règle concernant les ordres à cours limité de clients devrait s'appliquer au marché des titres à revenu fixe.</p> <p>CPIM – CPIM n'est pas favorable à l'affichage des ordres à cours limité de clients. En tant que client, CPIM ne veut pas que ses ordres à cours limité soient affichés lorsqu'ils constituent une amélioration sur le prix du teneur de marché. Cela entraînerait leur exécution à la limite de cours, alors que CPIM souhaite conserver l'option de faire mieux. En pratique, CPIM a une limite à l'esprit lorsqu'elle envisage une transaction, mais elle n'en informe pas le teneur de marché.</p> <p>Groupe Investors – La règle concernant les ordres à cours limité de clients devrait s'appliquer également au marché des titres à revenu fixe.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont modifié les règles de transparence pour le marché des titres à revenu fixe. Tous les courtiers doivent fournir l'information après les opérations sur les titres d'emprunt privés conformément aux exigences de l'agence de traitement de l'information.</p>
<p>L'exception pour les</p>	<p>Valeurs mobilières TD – En ce qui concerne l'affichage des ordres en</p>

<p>titres à revenu fixe</p> <p>Question 15 : Devrait-il également y avoir une exception fondée sur le nombre d'actions négociées (en plus de la valeur des actions négociées)?</p>	<p>général, Valeurs mobilières TD recommande qu'on suive la méthode du format CanPX.</p> <p>OTPPB – L'affichage des ordres portant sur de gros blocs n'est pas recommandé sur le marché des titres d'emprunt.</p> <p>Barclays – Oui, l'exception devrait être fondée seulement sur la valeur de l'ordre. Il se peut que le seuil doive être différent pour les titres d'emprunt publics et les titres d'emprunt privés et il devrait être fixé en consultation avec les participants au marché.</p> <p>Groupe Investors – L'introduction d'une exception fondée sur la valeur de l'ordre ou sur quelque autre critère n'est pas compatible avec l'objectif de la transparence sur le marché.</p> <p>Bloomberg – Bloomberg presse les ACVM de permettre aux participants au marché de se conformer à leur obligation d'affichage des ordres à cours limité de clients par un mécanisme d'« affichage de remplacement », comme le fait la SEC. La règle 11Ac1-4 de la SEC oblige les teneurs de marché à publier tout prix supérieur que le courtier cote dans un système privé. Le teneur de marché peut soit se conformer à la règle en modifiant sa cotation sur le montage Nasdaq pour refléter le prix supérieur, soit transmettre ses ordres à prix meilleur à un réseau de communication électronique (ECN), pour autant que l'ECN se conforme à la règle de l'« affichage de remplacement ». Selon l'« affichage de remplacement », le teneur de marché qui affiche un prix meilleur n'a pas besoin de mettre à jour sa cotation si l'ECN diffuse sa meilleure demande et sa meilleure offre sur l'ECN, pour affichage sous le nom de l'ECN dans le montage et offre un accès égal à l'exécution pour cette cotation à tout courtier de la NASD. Selon ce mécanisme, les ordres à cours limité de clients offrant des prix supérieurs sont intégrés dans le flux des cotations publiques. En même temps, l'anonymat de l'adhérent est sauvegardé.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Il n'y aura pas d'exception à la règle de l'affichage pour les titres à revenu fixe. Cependant, le volume de l'opération à afficher pour les titres d'emprunt privés dépendra de la valeur de l'opération.</i></p>
--	--

<p>LES RÈGLES SUR LA PISTE DE VÉRIFICATION (Norme canadienne 23-101, partie 11)</p>	
<p>Les règles sur la piste de vérification</p> <p>Question 16 : Faut-il adopter des règles particulières sur la piste de vérification des ordres? Dans quelles circonstances ces règles devraient-elles s'appliquer? À qui devraient-elles s'appliquer? Quels éléments d'information supplémentaires devrait-on recueillir?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Valeurs mobilières TD est d'accord avec l'approche proposée dans la partie 11 du projet SNP. Elle estime que les courtiers participant au marché devraient être tenus d'enregistrer des renseignements précis sur chaque ordre reçu, l'heure de réception et l'heure à laquelle l'ordre a été transmis au marché. D'autre part, les pistes de vérification des marchés devraient être suffisamment détaillées pour permettre la reconstitution du contexte de négociation dans lequel s'est inscrit un ordre particulier au moment où le participant au marché l'a transmis.</p> <p>OTPPB – Des règles sur la piste de vérification devraient être établies. La piste de vérification devrait comporter des renseignements sur toutes les opérations déclarées au consolidateur de données, notamment l'heure, le sens de l'opération (achat/vente), la taille de l'opération, le courtier exécutant l'ordre ainsi que le cours acheteur et le cours vendeur à cette heure-là.</p> <p>Barclays – Il faudrait que soient établies des règles sur la piste de vérification. Cette piste devrait comporter les renseignements suivants sur toutes les</p>

	<p>opérations déclarées au consolidateur de données, notamment l'heure, le sens de l'opération (achat/vente), la taille de l'opération, le courtier exécutant l'ordre ainsi que le cours acheteur et le cours vendeur à cette heure-là.</p> <p>CSTA – Tous les participants devraient être assujettis aux règles minimales sur la piste de négociation qui sont nécessaires.</p> <p>Instinet Canada – Les courtiers enregistrent déjà les renseignements sur chaque ordre reçu, l'heure de réception et l'heure à laquelle l'ordre a été transmis au marché en vue de l'exécution. Instinet Canada s'attend à ce que les pistes de vérification des marchés seront suffisamment détaillées pour permettre la reconstitution du contexte de négociation. Le mandataire agréé pourrait établir une piste de vérification conforme à des exigences jugées satisfaisantes par les ACVM.</p> <p>Groupe Investors – Tous les SNP devraient être tenus de satisfaire à des règles minimales sur la piste de vérification.</p> <p>CDNX – Des règles sur la piste de vérification devraient être adoptées et elles devraient s'appliquer à tous les marchés. CDNX et le TSE ont convenu de travailler ensemble à élaborer des règles uniformes sur la piste de vérification pour toutes les sociétés membres.</p> <p>TSE – Le TSE est d'avis que les marchés canadiens sont différents du marché du Nasdaq, auquel s'appliquent les règles OATS de la NASD. Il estime qu'il faut élaborer pour le marché canadien une solution plus efficace et moins coûteuse que l'OATS. Le TSE recommande que les ACVM n'adoptent pas le cadre proposé et attendent plutôt le résultat de l'initiative des OAR visant l'élaboration de règles sur la piste de vérification (TSE et CDNX). Il sera possible de répondre aux préoccupations des ACVM au sujet de l'étendue de la proposition des OAR par le moyen de la consultation et de la procédure d'approbation des règles. Les règles proposées et le plan de mise en œuvre devraient être publiés dans les premiers mois de 2001.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM sont d'accord avec les intervenants qui estiment que les ACVM devraient établir les règles sur la piste de vérification.</i></p>
<p>L'établissement des règles sur la piste de vérification</p> <p>Question 17 : Les règles sur la piste de vérification doivent-elles être établies par les ACVM ou devraient-elles plutôt être établies par la Bourse, le mandataire agréé ou l'ACCOVAM?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Le mandataire agréé devrait établir une piste de vérification conforme à des exigences jugées satisfaisantes par les ACVM.</p> <p>OTPPB – Les ACVM devraient établir les règles minimales sur la piste de vérification. Une norme minimale est nécessaire. En ce qui concerne le marché des titres d'emprunt, les règles devraient être établies par un organisme indépendant, non par l'ACCOVAM.</p> <p>Barclays – L'établissement des règles minimales sur la piste de vérification devrait être assuré par les ACVM et ne devrait pas être délégué. Quel que soit le marché sur lequel ils négocient au Canada, il faut que les investisseurs aient confiance qu'il existe une norme de qualité pour assurer leur protection.</p> <p>CSTA – Les ACVM ne devraient établir de nouvelles règles sur la piste de vérification que si les règles en place ne satisfont pas aux objectifs d'un marché canadien bien réglementé.</p> <p>Groupe Investors – Les règles sur la piste de vérification devraient être établies par un OAR ayant la capacité et l'indépendance pour remplir ce rôle.</p>

	<p>Ça ne devrait pas être la Bourse.</p> <p>CDNX – Le(s) nouvel(nouveaux) organisme(s) de réglementation canadien(s) devrait(aient) fournir les services de réglementation et établir les règles sur la piste de vérification.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM vont déterminer les règles appropriées, mais il appartiendra à l'entité chargée de la réglementation du marché de déterminer le procédé de collecte de l'information.</i></p>
--	--

LE MARCHÉ DÉCLARÉ	
<p>Extension de l'affichage aux opérations hors cote</p> <p>Question 18 : Les règles d'affichage applicables aux ordres ou aux opérations hors cote devraient-elles être étendues à tous les courtiers?</p> <p>Question 19 : L'information devrait-elle être transmise au consolidateur de données ou à une autre entité?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Les règles d'affichage applicables aux ordres hors cote portant sur des titres de participation (autres que les options) devraient être les mêmes que pour les ordres exécutés sur des marchés organisés. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>OTPPB – Les règles d'affichage applicables aux ordres hors cote portant sur des titres de participation devraient être étendues à tous les courtiers. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>Barclays – Oui, les règles d'affichage applicables aux ordres ou aux opérations hors cote devraient être étendues à tous les courtiers. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>CSTA – Selon la CSTA, les règles d'affichage des ordres hors cote devraient être étendues pour fournir le plus d'information possible et l'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>ITG Canada – ITG Canada est d'avis que les règles d'affichage applicables aux ordres ou aux opérations hors cote devraient être étendues des teneurs de marché à tous les courtiers. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>Instinet Canada – Les règles d'affichage applicables aux ordres hors cote devraient être étendues des teneurs de marché à tous les courtiers. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>Groupe Investors – Les règles d'affichage applicables aux ordres et aux opérations hors cote devraient être étendues des teneurs de marché à tous les courtiers. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>CDNX – Les règles d'affichage devraient être étendues à tous les courtiers. Un degré plus grand de transparence conduit à une plus grande uniformité des règles et à une plus grande liquidité. L'information devrait être transmise au consolidateur de données.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les règles de transparence s'appliqueront au départ à tous les titres cotés. Après un certain temps, les ACVM verront s'il faut étendre leur application aux courtiers et aux titres négociés hors cote.</i></p>

LES RÈGLES DE NÉGOCIATION	
L'établissement de normes minimales	CDNX – On peut s'attendre à ce que l'imposition de normes de négociation minimales aux SNP conduise au nivellement par le bas et ait une incidence négative sur les investisseurs dans les titres de petites sociétés. Les ACVM

	<p>devraient revoir le projet SNP de manière à n'établir que des grands objectifs et des normes minimales, sans définir de façon détaillée par quels moyens chaque marché doit atteindre ces objectifs. Dans le cas où il y aurait plus d'un OAR qui réglemente les SNP, il devrait y avoir le degré le plus élevé d'harmonisation des règles d'intégrité du marché entre les différents marchés. Le TSE et CDNX se sont engagés à élaborer des règles de négociation harmonisées. La Bourse de Montréal a été invitée à participer.</p> <p>CNA de l'ACCOVAM – Le CNA de l'ACCOVAM appuie fermement les propositions des ACVM portant sur l'établissement de règles de négociation de base formant une norme commune d'intégrité du marché pour tous les marchés. Selon le projet SNP, les marchés en concurrence ont la liberté d'élaborer des règles supplémentaires qu'ils jugent avantageuses à leur position concurrentielle.</p> <p>TSE – Les règles de négociation du cadre réglementaire sont incomplètes et insuffisantes par comparaison aux règles actuelles des Bourses. Il sera difficile pour une Bourse de faire concurrence en faisant valoir qu'elle offre des normes de réglementation plus élevées. Sans un OAR de réglementation, l'écart de réglementation entraînera un nivellement par le bas, forçant les Bourses à abaisser leurs normes pour préserver le flux d'ordres qui migrera vers les SNP. Si un OAR a le pouvoir de réglementer les négociations sur tous les marchés, un bon nombre des règles de négociation n'ont pas besoin d'être adoptées par les ACVM. Le TSE recommande vivement aux ACVM de déléguer entièrement le suivi, l'administration (y compris le pouvoir d'accorder des dispenses) et l'application des règles du cadre aux Services de réglementation et aux autres OAR selon ce qui est nécessaire. Le TSE appuie l'adoption de règles contre la manipulation et de règles dans des domaines comme celui de la meilleure exécution.</p> <p>Réponse des ACVM – La Norme canadienne 23-101 et l'Instruction complémentaire 23-101 exposent les règles de négociation communes qui s'appliqueront aux négociations sur tous les marchés et n'empêchent pas un marché de mettre en œuvre des règles supplémentaires. Les ACVM ont prévu une dispense de l'application du paragraphe 1) de l'article 3.1 et des parties 4 à 5 de la Norme canadienne 23-101 en faveur des personnes ou sociétés qui se conforment aux règles, politiques et autres textes similaires établis par un fournisseur de services de réglementation.</p>
<p>L'application des règles de négociation au marché des titres à revenu fixe</p>	<p>Banque du Canada – Les règles de négociation dans le projet SNP ne semblent pas viser spécifiquement les marchés de titres à revenu fixe, mais plutôt les marchés d'actions et de titres cotés. Les marchés sont suffisamment différents pour justifier des traitements différents. La Banque du Canada invite les ACVM à regarder de près le Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM pour y trouver des orientations.</p> <p>OTPPB – Le marché des titres à revenu fixe est formé d'investisseurs institutionnels. Une réglementation et des règles de négociation détaillées visant la protection des épargnants sont déjà en place.</p> <p>Réponse des ACVM – Selon les ACVM, le SNP qui négocie des titres d'emprunt non cotés, l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le courtier négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché doivent être dispensés des règles de négociation s'ils se conforment aux règles d'un fournisseur de services de réglementation. Ces entités sont dispensées de l'obligation de conclure une entente avec un fournisseur</p>

	<p><i>de services de réglementation si elles se conforment au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM. Cette dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003. Au cours de la période allant de la mise en œuvre des règles de négociation jusqu'au 31 décembre 2003, les ACVM vont travailler avec les participants au marché des titres d'emprunt, la Banque du Canada et le ministère des Finances en vue de déterminer le modèle approprié de réglementation du marché pour le marché des titres d'emprunt.</i></p>
<p>Les règles supplémentaires qui devraient être envisagées</p>	<p>CDNX – Le projet SNP est muet à l'égard des déclarations par le groupe de professionnels. Cette règle devrait aussi s'appliquer aux SNP. En outre, les règles suivantes ne se retrouvent pas dans le projet SNP : a) la règle sur l'accapement du marché, interdisant aux membres, aux personnes autorisées et à leurs employés d'« accaparer le marché » en s'entendant pour négocier entre eux sur un titre de manière à influencer sur le prix; b) une règle exigeant que toute la rémunération reçue par les membres et par leurs employés à raison d'opérations soit déclarée; c) une règle interdisant aux membres et aux personnes autorisées agissant en tant que mandataires de clients d'acheter ou de vendre pour leur propre compte, ou de se livrer à des activités qui créent une apparence de conflit entre leurs intérêts et ceux des investisseurs; d) une règle interdisant aux membres d'adopter comme pratique de prendre le côté du marché opposé à celui de leur client, directement ou indirectement.</p> <p>Réponse des ACVM – De l'avis des ACVM, l'accapement du marché est couvert par les dispositions des règles de négociation portant sur la manipulation et la fraude. L'information sur les commissions doit être communiquée aux clients sur l'avis d'exécution transmis au client par le courtier. Si cette règle est insuffisante, les ACVM sont d'avis que l'information supplémentaire concernant la rémunération devrait plutôt être exigée dans les règles de l'ACCOVAM. En ce qui concerne les activités visées en c), les ACVM sont d'avis qu'il existe diverses règles touchant les conflits d'intérêts entre les personnes inscrites et leurs clients. Enfin, en ce qui concerne le fait de prendre le côté du marché opposé à celui du client, il n'y a pas de consensus sur le point que la contrepartie devrait être interdite en toute circonstance.</p>
<p>La vente à découvert (Norme canadienne 23-101, partie 3)</p>	<p>Bloomberg – La SEC s'est interrogée sur l'utilité de sa règle sur la vente à découvert dans le contexte du passage aux cotations en décimales. Comme les marchés canadiens introduiront probablement les cotations en décimales eux aussi, Bloomberg suggère que les ACVM remettent à plus tard l'introduction d'une règle sur la vente à découvert.</p> <p>Barclays – L'assouplissement des règles sur la vente à découvert pour permettre une règle de l'échelon zéro est approprié. Toutefois, il reste une incohérence pour un type d'instrument. Les contrats à terme sur indice boursier ne sont pas assujettis à une règle de ce genre et peuvent être vendus à un cours inférieur à celui de la dernière opération. Il semble approprié de permettre les ventes à découvert à un cours inférieur à celui de la dernière opération sur les parts de fonds négociées en Bourse qui sont des équivalents directs de contrats à terme sur indice boursier négociés en Bourse. L'investisseur institutionnel qui veut prendre une position vendeur sur le marché des actions canadien dans le cadre d'une stratégie globale de placement serait maintenant forcé d'utiliser les contrats à terme, selon la dernière opération. Cette règle peut ne pas être efficiente à certains moments, introduisant une distorsion sur le marché et augmentant indûment le recours aux instruments dérivés.</p>

	<p>CDNX – Les ACVM ont adopté une règle de l'échelon zéro moins stricte par suite de commentaires faisant valoir qu'une part du marché serait perdue. Il en résulte une approche rigide qui, selon le TSE, nuira à la liquidité et à l'efficacité du marché et qui, selon CDNX, exposera à un risque les investisseurs sur le marché des titres de petites sociétés. Un OAR est le mieux placé pour évaluer ces préoccupations et pour élaborer, surveiller et ajuster des règles répondant à ces préoccupations.</p> <p>CNA de l'ACCOVAM – Le CNA félicite le personnel d'avoir remplacé la règle « échelon zéro plus » par la règle « échelon zéro ».</p> <p>TSE – Le TSE est d'avis que cette règle devrait être déléguée aux OAR ou, à tout le moins, qu'une dispense devrait être prévue pour les opérations effectuées sur une Bourse reconnue, conformément aux règles de celle-ci.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Les ACVM ont éliminé des règles de négociation la disposition sur la vente à découvert et s'attendent à ce que les marchés et les participants des marchés se conforment aux règles établies par le fournisseur de services de réglementation. Les ACVM examineront ultérieurement l'opportunité d'adopter une règle sur la vente à découvert.</i></p>
<p>La vente à découvert</p> <p>Question 20 : Les dispositions sur la vente à découvert devraient-elles être limitées aux opérations effectuées sur un marché ou devraient-elles s'appliquer aussi aux courtiers négociant hors marché?</p>	<p>Valeurs mobilières TD – Il ne semble pas y avoir de raison de distinguer la vente à découvert sur des titres de participation négociés hors cote et sur des titres négociés sur le marché.</p> <p>OTPPB – La vente à découvert est sans application sur le marché des titres d'emprunt.</p> <p>Barclays – Les dispositions devraient s'appliquer aux courtiers négociant hors marché.</p> <p>CSTA – Pour être efficace, il faut que la règle sur la vente à découvert soit appliquée également à tous les participants au marché. La règle devrait être fondée sur la dernière vente d'un lot régulier affichée par le consolidateur de données.</p> <p>ITG Canada – Les dispositions sur la vente à découvert devraient s'appliquer uniformément. Il ne semble pas y avoir de justification à distinguer la vente à découvert sur des titres de participation négociés hors cote et sur des titres négociés sur le marché.</p> <p>Instinet Canada – La distinction de la vente à découvert sur des titres de participation négociés hors cote et sur des titres négociés sur le marché semble dépourvue de fondement.</p> <p>Groupe Investors – Les règles sur la vente à découvert, pour assurer l'uniformité et un traitement équitable, devraient s'appliquer à tous les participants, sur le marché et hors marché.</p> <p>CDNX – Les dispositions sur la vente à découvert devraient s'appliquer aux courtiers négociant hors marché. La vente à découvert peut faire baisser le cours d'un titre, créer de la volatilité et nuire aux investisseurs. Les investisseurs dans les titres de petites sociétés sont particulièrement vulnérables à cette volatilité.</p>

	<p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont éliminé des règles de négociation la disposition sur la vente à découvert et s’attendent à ce que les participants au marché se conforment aux règles établies par le fournisseur de services de réglementation. Les ACVM examineront ultérieurement l’opportunité d’adopter une règle sur la vente à découvert.</p>
<p>L’opération en avance sur le marché</p> <p>(Norme canadienne 23-101, partie 4)</p>	<p>Banque du Canada – Nous comprenons que, selon l’intention des ACVM, le paragraphe 1) de l’article 4.1 devait s’appliquer aux marchés de titres à revenu fixe (c’est-à-dire qu’il ne fait référence qu’à des opérations effectuées sur un marché et aucune entité sur les marchés canadiens de titres d’emprunt n’entre dans cette définition à l’heure actuelle). Appliquée aux marchés de titres à revenu fixe, cette disposition interdirait certaines activités légitimes qui ont lieu à l’heure actuelle. Les courtiers sur le marché des titres à revenu fixe desservent leurs clients en effectuant les achats et les ventes sur leurs propres stocks, et non à titre de mandataires. Les clients préviennent souvent le courtier à l’avance d’un ordre imminent pour lui donner le temps d’ajuster le profil de risque de son carnet (en se couvrant avec des contrats à terme). Sans ce délai pour ajuster le profil, les cours cotés par les teneurs de marché s’ajusteraient pour compenser l’ampleur du risque, ce qui augmenterait les coûts pour leurs clients. D’autres situations courantes concernent par exemple le chef de file pour l’émission d’un emprunt qui effectue des opérations en prévision des besoins de ses clients à la date d’émission. Comme cela améliore la capacité des teneurs de marché d’assurer la liquidité, on ne servirait pas les intérêts des investisseurs en éliminant ces pratiques. Cela ne revient pas à dire que l’opération en avance sur le marché est acceptable sur les marchés de titres à revenu fixe. La Banque du Canada souscrit à l’objectif poursuivi par les ACVM en éliminant cette pratique et d’autres formes de manipulation du marché. Par contre, il semble évident qu’il faut retravailler la formulation des règles de façon qu’elles permettent d’atteindre cet objectif sur les marchés de titres à revenu fixe.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont éliminé des règles de négociation la disposition sur l’opération en avance sur le marché .</p>
<p>Ordres de teneur de marché</p>	<p>Banque du Canada – Les ordres de teneur de marché comprennent-ils les soumissions en vue de l’adjudication? Les activités sur le marché primaire ne sont pas expressément exclues de l’application de la règle.</p> <p>Réponse des ACVM – Le projet SNP ne couvre pas les activités sur le marché primaire et des éclaircissements seront apportés pour l’établir.</p>
<p>L’exécution au meilleur prix</p> <p>(Norme canadienne 23-101, partie 5)</p>	<p>Bloomberg – Les SNP sont des systèmes passifs qui n’assument pas d’obligation de « trouver » le meilleur marché en acheminant les ordres vers d’autres réservoirs de liquidité. Les SNP n’assument pas les rôles traditionnels de mandataire sur les marchés secondaires. La responsabilité de l’exécution au meilleur prix devrait incomber à l’utilisateur du SNP qui exécute un ordre de client, non au SNP lui-même. Par conséquent, Bloomberg suggère que le projet SNP devrait reconnaître le fait qu’il n’incombe pas d’obligation d’exécution au meilleur prix aux SNP et aux systèmes de négociation électronique semblables ou à ceux qui les exploitent.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM sont d’accord que les SNP ne devraient pas avoir l’obligation d’exécution au meilleur prix. La règle a été modifiée pour exclure les courtiers qui exercent l’activité de SNP.</p>
<p>Les opérations de contrepartie</p>	<p>ITG Canada – Selon cet article, un participant au marché ne peut plus effectuer d’opération de contrepartie à un prix égal au meilleur cours coté sur une Bourse. ITG Canada craint que cet article ne puisse être tourné par</p>

<p>(Norme canadienne 23-101, article 7.1)</p>	<p>l'introduction d'une entité juridique distincte, faisant partie du même groupe que le courtier, qui agirait dans le rôle de client, sur toutes les opérations. L'article n'interdit pas à un courtier de subdiviser les fonctions de son service des transactions et de compenser les ordres de clients par l'entremise d'une société du même groupe non réglementée. Comme solution possible, ITG Canada recommande d'élargir la définition du terme « participant au marché » pour y inclure le propriétaire de tout compte dans le cas où i) le capital est fourni par une personne du même groupe que le courtier inscrit et ii) le personnel exploitant le compte en question se trouve dans les mêmes locaux et sous la même direction générale que le courtier.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM ont éliminé la disposition sur les opérations de contrepartie.</p>
<p>Les suspensions de cotation</p> <p>(Norme canadienne 23-101, partie 8)</p>	<p>Bloomberg – Bloomberg suggère que, pour les titres intercotés, un centre de marché qui n'est pas le marché principal d'un titre ne devrait pas imposer une suspension à l'échelle mondiale des négociations de ce titre par un SNP. Il serait raisonnable pour les autorités de réglementation canadienne d'interdire aux clients canadiens de négocier un certain titre, si une suspension de cotation est prononcée. Toutefois, il se peut qu'une approche plus coordonnée entre les autorités de réglementation des divers centres de marché permette une solution à long terme.</p> <p>Réponse des ACVM – Les entités exerçant la fonction de réglementation du marché pour les marchés au Canada coordonneront les suspensions de cotation sur les titres négociés sur plusieurs marchés au Canada.</p>

L'EXTRATERRITORIALITÉ DU PROJET SNP

<p>L'extraterritorialité</p>	<p>Bloomberg – Bloomberg recommande que le projet SNP définisse clairement dans quelle mesure, le cas échéant, les règles et les principes doivent s'appliquer à l'extérieur du Canada ou à des titres d'émetteurs non canadiens. Par exemple, les parties 10 et 11 de la Norme canadienne 21-101 sont-elles censées s'appliquer aux cotations de titres non canadiens, aux ordres reçus de l'extérieur du Canada, aux opérations sur des titres canadiens effectuées à l'extérieur du Canada ou aux opérations sur des titres non canadiens effectuées sur un marché canadien?</p> <p>Réponse des ACVM – Des éclaircissements sont apportés dans l'Instruction complémentaire pour établir que le projet SNP s'applique à tous les marchés fonctionnant au Canada et à tous les titres négociés sur ces marchés. L'IC 21-101 traite des circonstances dans lesquelles les ACVM pourraient envisager d'accorder une dispense de l'application de ces règles.</p>
<p>DIVERS</p>	
<p>Le carnet centralisé d'ordres à cours limité</p>	<p>CSTA – Le CSTA estime qu'il faut établir un carnet centralisé d'ordres à cours limité afin d'empêcher la poursuite de la fragmentation du marché sur le marché canadien. Ce système devrait être mis en place avant d'introduire la concurrence des SNP.</p> <p>CPIM – CPIM pense que l'oubli le plus important dans le projet des ACVM est l'absence d'un carnet centralisé d'ordres à cours limité.</p> <p>Réponse des ACVM – Les ACVM pensent qu'il vaut mieux ne pas introduire de carnet centralisé d'ordres à cours limité pour le moment. L'agence de traitement de l'information et l'intégrateur des marchés, lorsqu'ils seront introduits, vont minimiser la fragmentation.</p>

<p>Le paiement pour le flux d'ordres</p>	<p>CNA de l'ACCOVAM – Le CNA s'oppose fermement à l'interdiction de paiement pour le flux d'ordres ou la préférence. Cette mesure est anticoncurrentielle. Le CNA reconnaît que le paiement pour le flux d'ordres, à lui seul, crée un conflit d'intérêts potentiel, mais l'établissement d'une règle sur l'exécution au meilleur prix, combinée à la surveillance et aux mesures d'application assurées par l'OAR responsable de la réglementation du marché, devrait éliminer ce problème.</p> <p>TSE – Le TSE est préoccupé par le fait que les SNP vont payer pour le flux d'ordres, ce qui forcera les Bourses à faire de même. Selon le TSE, le paiement pour le flux d'ordres crée un net conflit d'intérêts pour les firmes qui acheminent les ordres de clients, parce que l'ordre pourrait être acheminé en fonction des avantages financiers pour la firme de courtage au lieu d'obtenir l'exécution au meilleur prix des ordres de clients. Donc, le TSE recommande que les ACVM interdisent le paiement pour le flux d'ordres. On peut soutenir que le SNP qui paie pour le flux d'ordres serait considéré comme offrant une garantie de liquidité, ce qui l'obligerait à s'inscrire comme Bourse. Toutefois, ce n'est pas là l'approche recommandée par le TSE parce qu'elle n'apporte pas de solution aux conflits d'intérêts fondamentaux. Si les ACVM n'interdisent pas la pratique, le TSE soutient que, à tout le moins, l'obligation de s'inscrire comme Bourse devrait être explicite dans la réglementation, et être accompagnée de règles apportant une solution au conflit d'intérêts.</p> <p>Réponse des ACVM – <i>Selon la position des ACVM, une fois qu'une personne garantit l'exécution pour un prix, elle se trouve à avoir fourni une garantie de liquidité. Par conséquent, cette personne doit être reconnue comme Bourse.</i></p>
---	---

ANNEXE B

RÉSUMÉ DES TEXTES SUR LES SNP

Type de titres	Qui négocie?	Règles de transparence	Réglementation du marché
Titres cotés Actions Options Titres d'emprunt	Marchés Bourse SNP Système de cotation et de déclaration d'opérations (SCDO) Courtier qui exécute des opérations sur des titres cotés hors marché	Les marchés fournissent l'information sur les ordres l'information sur les opérations à l'agence de traitement de l'information en temps réel Dispense à condition que le marché fournisse l'information à un fournisseur d'information La dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003	Bourse et SCDO directement indirectement par un fournisseur de services de réglementation SNP par un fournisseur de services de réglementation Règles sur la piste de vérification
Titres hors cote	Courtiers	Aucune	En Ontario, déclaration des opérations au CUB En Ontario, surveillance du CUB assurée par CDNX Règles sur la piste de vérification
Titres cotés à l'étranger	Marché (SNP)	Les marchés (SNP) fournissent l'information sur les ordres l'information sur les opérations à l'agence de traitement de l'information en temps réel Dispense à condition que l'information soit fournie à un fournisseur d'information La dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003 Courtier – aucune règle	SNP Par un fournisseur de services de réglementation Règles sur la piste de vérification
Titres d'emprunt publics	Marché (SNP) Intermédiaire entre courtiers sur obligations (ICO)	Le marché (SNP) fournit l'information sur les ordres l'information sur les opérations à l'agence de traitement de l'information en temps réel	SNP Intermédiaire entre courtiers sur obligations Courtier négociant des titres d'emprunt non

Type de titres	Qui négocie?	Règles de transparence	Réglementation du marché
	Courtier exécutant des opérations hors marché	<p>L'intermédiaire entre courtiers sur obligations fournit l'information sur les ordres l'information sur les opérations au sujet de certains titres d'emprunt publics de référence et de certains titres d'emprunt publics désignés à l'agence de traitement de l'information en temps réel</p> <p>Courtier – aucune règle</p>	<p>cotés hors marché</p> <p>Par un fournisseur de services de réglementation</p> <p>Dispense à condition que le SNP, l'ICO ou le courtier se conforme au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM La dispense cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003</p> <p>Règles sur la piste de vérification</p>
Titres d'emprunt privés	<p>Marché (SNP)</p> <p>Intermédiaire entre courtiers sur obligations (ICO)</p> <p>Courtier exécutant des opérations hors marché</p>	<p>Le SNP fournit l'information sur les ordres l'information sur les opérations à l'agence de traitement de l'information en temps réel</p> <p>Les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers fournissent l'information sur les opérations au sujet de certains titres d'emprunt privés désignés à l'agence de traitement de l'information dans le délai de une heure suivant l'opération</p> <p>Volume diffusé Qualité supérieure – 2 000 000 \$/2 000 000 \$+ Non de qualité supérieure – 200 000 \$/200 000 \$+</p>	<p>SNP</p> <p>Intermédiaire entre courtiers sur obligations</p> <p>Courtier négociant des titres d'emprunt non cotés hors marché</p> <p>Par un fournisseur de services de réglementation</p> <p>Dispense à condition que le SNP, l'ICO ou le courtier se conforme au Principe directeur n° 5 de l'ACCOVAM Cessera de s'appliquer après le 31 décembre 2003</p> <p>Règles sur la piste de vérification</p>