

**Nouvelles règles régissant les adjudications de titres
du gouvernement canadien et la surveillance
de celles-ci par la Banque du Canada**

Rapport final

11 août 1998

Table des matières

1. Sommaire
2. Introduction
3. Principes et motifs des mesures prises
4. Aperçu des modifications apportées
5. Exposé des règles
 - 5.1 Définition du soumissionnaire
 - 5.1.1 Définition de la partie affiliée
 - 5.1.2 Statut de non-affilié au sein du même groupe de sociétés
 - 5.2 Dépôt des soumissions
 - 5.3 Limites de soumission concurrentielle aux adjudications
 - 5.4 Limites de soumission aux adjudications d'obligations
 - 5.5 Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor
 - 5.6 Soumissions non concurrentielles
 - 5.7 Exigences en matière de déclaration

6. Conclusions

Annexe 1 - Définitions

Annexe 2 - Sommaire des propositions

Annexe 3 - Définition spécifique du contrôle

Annexe 4- Exemple de calcul de la limite de soumission aux adjudications

Pièces jointes

Modalités de participation des distributeurs de titres d'État aux adjudications

Modalités de participation des clients aux adjudications

1. Sommaire

La Banque du Canada et le ministère des Finances collaborent depuis un certain temps avec les participants aux marchés à des projets visant à maintenir et à améliorer un marché des titres de dette qui fonctionne bien. Dans ce contexte, deux documents de travail datés respectivement du 19 décembre 1996 et du 8 avril 1998 dévoilaient des trains de mesures visant à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication des titres du gouvernement canadien et à encourager la participation aux adjudications en réduisant les risques de manipulation avant et pendant les enchères. Le projet de modification des arrangements administratifs régissant les adjudications des titres du gouvernement canadien a été présenté, et des commentaires ont été reçus. Le présent document expose les nouvelles modalités des adjudications, qui tiennent compte des commentaires reçus. La Banque et le Ministère tiennent à souligner ici qu'ils ont bénéficié durant ce projet des recommandations et des commentaires d'un large éventail de participants au marché et ils remercient ces derniers de leur contribution.

Le présent document expose les nouvelles règles présidant aux adjudications et les activités accrues de surveillance exercées par la Banque du Canada. En termes généraux, les mesures proposées visent à faire en sorte que le processus soit libre de manipulation et perçu comme tel. De cette façon, il est possible de maintenir la confiance à l'égard des adjudications et d'accroître la participation des investisseurs et des négociants en valeurs mobilières. Les nouvelles règles englobent une nouvelle classification des distributeurs des titres d'État et un sous-groupe appelé « négociants principaux », une définition du soumissionnaire, la procédure de dépôt des soumissions, de nouvelles limites de soumission pour les distributeurs et des limites de soumission pour les clients des distributeurs de titres d'État. En outre, la Banque du Canada envisage de renforcer ses activités de surveillance du marché des titres d'État, notamment en exigeant la production de rapports périodiques et de rapports spéciaux dans le but d'assurer l'intégrité du marché. Ces mesures sont énoncées dans les nouvelles Modalités de participation aux adjudications de titres d'État applicables respectivement aux distributeurs et à leurs clients.

Par suite des commentaires relatifs au deuxième document de travail, deux nouveaux changements seront apportés aux règles régissant les adjudications. Premièrement, les négociants seront assujettis à une limite de soumission globale de 40 % du montant à adjuger, pour l'ensemble des soumissions qu'ils présentent pour leur propre compte et pour le compte de leurs clients. Ce changement s'explique par le fait qu'on craignait que le plafond global de 50 %, qui était envisagé dans le deuxième document de travail, contribue à causer une concentration excessive. Cette modification est expliquée aux sections 5.4 et 5.5 relatives aux limites de soumission présentées respectivement pour les obligations et les bons du Trésor. Deuxièmement, les petits distributeurs pourront présenter, pour le compte de leurs clients, des soumissions totalisant au moins 5 % du montant à adjuger. Ce changement, qui est décrit à la section 5.4 relative aux limites de soumission aux adjudications d'obligations, vise à permettre aux petits distributeurs de mieux servir les intérêts de leurs clients et à leur offrir des possibilités d'expansion.

Pour de plus amples renseignements, communiquer avec : Donna Howard, Chef adjointe, Département des Marchés financiers, Banque du Canada (613 782-8474; dhoward@bank-banque-canada.ca) ou avec Rob Stewart, Chef, Division des marchés financiers, ministère des Finances (613 992-4468; stewart.rob@fin.gc.ca).

2. Introduction

Le gouvernement et les participants aux marchés s'intéressent tous à la promotion de l'efficacité, de la liquidité et de l'intégrité du marché des titres de dette du gouvernement canadien. Le marché de la dette intérieure du Canada est généralement très liquide et marqué par une activité soutenue et des écarts serrés entre les prix offerts et les prix demandés. Les initiatives prises pour maintenir la liquidité et l'efficacité de ce marché englobent des modifications apportées au programme d'emprunt et l'amélioration de la transparence de la stratégie de la dette. Compte tenu du nombre d'accaparements, toutefois, les participants ont commencé à manifester des inquiétudes à l'égard des règles et des pratiques en vigueur sur les marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien. La fréquence accrue des accaparements a eu pour effet de mettre en doute l'intégrité du marché.

Des questions persistantes concernant l'efficacité, la liquidité et l'intégrité d'un marché ont une incidence négative sur l'activité. Par exemple, les participants peuvent ne pas vouloir prendre des positions à découvert si la couverture de celles-ci risque d'être très difficile, et cela agit sur le processus de distribution des titres. Au fil du temps, de telles questions pourraient également peser sur le nombre d'investisseurs et, ensuite, sur le processus de découverte des prix. Ces implications peuvent entraîner la hausse des coûts de financement pour le gouvernement et plusieurs autres émetteurs.

Le premier document de travail, émis en décembre 1996, mettait l'accent sur les préoccupations des participants au sujet de l'efficacité des directives actuelles régissant les adjudications dans un contexte marqué par une baisse de l'offre et par l'élargissement et l'intégration du secteur des services financiers dont les participants ont des capacités de financement accrues. Il faisait état du risque de manipulation dans le système actuel parce que les participants sont en mesure de prendre le contrôle de l'émission au moyen d'achats sur le marché avant émission et par l'accès aux enchères, même si de telles activités sont contraires à l'esprit des règles actuelles, et parce qu'il n'existe pas de limite effective au montant des titres que peut acquérir un client. Le document exposait ensuite un certain nombre de propositions visant à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication en réduisant les occasions de manipulation. Finalement, il invitait les parties intéressées à faire connaître leurs points de vue sur les règles et les mesures de surveillance proposées. Le deuxième document de travail, daté du 8 avril 1998, constituait une autre étape du processus et répondait aux mêmes principes de base.

Les règles exposées dans le présent document sont les mêmes que celles énoncées dans le deuxième document de travail, sauf que deux changements y ont été apportés en réponse aux commentaires formulés par écrit durant le processus de consultation des participants. Les personnes qui désirent obtenir des renseignements détaillés sur l'élaboration de ces règles, notamment une description du processus actuel d'adjudication et un résumé des commentaires relatifs au premier document de travail, sont priées de consulter les deux premiers documents.

Par les dispositions énoncées dans les nouvelles règles régissant les adjudications, on vise à donner aux participants la garantie que le processus d'adjudication ne donnera pas lieu à une concentration excessive des titres. Les nouvelles règles et les procédures de surveillance auront également une incidence équilibrée et équitable sur les participants, à la fois les investisseurs et les intermédiaires. Toutefois, les nouvelles règles ne peuvent, à elles seules, contrer les tentatives visant à accumuler

des montants élevés de titres à l'extérieur du processus d'adjudication, par exemple sur le marché secondaire. L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) vient de franchir un pas important dans ce sens en adoptant un code de déontologie pour les opérateurs du marché secondaire (Politique n° 5 de l'ACCOVAM). Ce document a été rédigé en consultation avec le ministère des Finances et la Banque du Canada et fait maintenant l'objet du processus réglementaire de révision. Ce code contient des procédures permettant d'examiner les situations de manipulation présumée et d'imposer au besoin des sanctions. Ces mesures relatives à la participation aux marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien sont liées entre elles par les nouvelles modalités de participation aux adjudications de titres d'État du gouvernement applicables aux distributeurs et aux clients. Les distributeurs de titres d'État sont tenus, ainsi que leurs clients, de se conformer au nouveau code de déontologie. Prises ensemble, ces nouvelles dispositions constitueront une approche globale à l'amélioration du fonctionnement et de l'intégrité des marchés des titres de dettes du gouvernement du Canada.

Le présent document est divisé en sections portant sur des composantes distinctes des nouvelles modalités des adjudications. Chaque section donne un résumé des nouvelles règles ainsi que les motifs des révisions apportées. Dans les deux cas où de nouveaux changements ont été apportés à la suite des commentaires exprimés sur le deuxième document de travail, un résumé de ces commentaires est fourni.

Il faut particulièrement remarquer la nouvelle désignation des entités admissibles à participer directement au processus d'adjudication, lequel reflète la modification des rôles de ces entités au cours des dernières années. Les distributeurs initiaux seront dorénavant appelés distributeurs de titres d'État, et un sous-groupe de cette grande catégorie (les participants dont l'activité se maintient à un certain seuil) sera formé de négociants principaux plutôt que d'agents agréés. (Les termes soulignés sont définis à l'Annexe 1.) Le statut de négociant principal peut être accordé à un participant au marché des bons du Trésor ou au marché obligataire ou aux deux.

3. Principes et motifs des mesures prises

Comme il a déjà été mentionné, le gouvernement et les participants s'intéressent au développement et au maintien d'un marché des capitaux intérieur qui fonctionne bien. À cet égard, les principes qui président aux modifications proposées veulent que le marché des titres d'État soit transparent, actif et concurrentiel, et que les investisseurs et les intermédiaires participent en grand nombre à ce marché.

La principale préoccupation dont traite le présent document est le risque que le processus d'adjudication puisse être utilisé par des soumissionnaires pour manipuler ou « accaparer » le marché des titres du gouvernement canadien. Il y a accaparement lorsqu'un participant à une adjudication, ou un groupe de participants, prend le contrôle d'un titre et en restreint l'offre sur le marché au comptant ou le marché des pensions. Dans de telles situations, les participants qui ont conclu des contrats de livraison d'un titre à une date ultérieure sont incapables d'acheter ou d'emprunter ce titre. Ce genre de situation peut se produire en vertu des règles actuelles parce qu'un intermédiaire ou un client ayant accumulé d'importants stocks de titres sur le marché avant émission ou sur le marché secondaire peut augmenter davantage son portefeuille de titres à

l'adjudication. Il convient de souligner qu'il n'existe actuellement aucune limite aux soumissions que les clients peuvent présenter aux adjudications par le truchement d'intermédiaires.

Il existe un certain nombre d'indicateurs de risque d'accaparement sur le marché, par exemple les taux spéciaux des opérations de pension, l'écart avec lequel certaines émissions se négocient en dehors de la courbe de rendement théorique, les baisses du volume d'activité sur le marché et la hausse de la concentration de certaines émissions. N'importe laquelle de ces situations peut se produire dans des conditions de marché normales. Elles ne sont donc pas, en soi, source de préoccupation. Il y a toutefois lieu de s'inquiéter lorsque les distorsions de prix sont importantes et persistantes et lorsque la liquidité des titres sur le marché au comptant et le marché des pensions est sérieusement touchée.

Les conséquences négatives que comporte un système qui se prête aux accaparements sont nombreuses et ont principalement pour effet de miner le processus de découverte des prix et d'entraîner une perte de confiance générale. Il est souvent très onéreux, pour les participants pris dans un accaparement, d'honorer leurs obligations contractuelles de livrer un titre donné. Si le système continue de se prêter aux accaparements, les intermédiaires hésiteront à prendre des positions à découvert sur le marché avant émission et à s'engager dans d'autres activités de maintien de marché, voire à participer aux adjudications. Le marché de la dette deviendra également moins liquide et moins efficient, et il est possible que la participation des investisseurs aux adjudications et au marché secondaire puisse baisser. De telles évolutions auraient tendance à entraîner la hausse du coût du financement pour divers émetteurs, dont le gouvernement fédéral et les émetteurs de titres évalués par rapport aux titres du gouvernement canadien.

Des cas observés récemment montrent que des accaparements aux adjudications sont survenus depuis la publication du premier document de travail en 1996, et il est peu probable que cette situation s'améliore sans que des changements ne soient apportés au processus d'adjudication. En fait, compte tenu des modifications du contexte global exposées dans le document de travail précédent, notamment la possibilité d'une intégration mondiale plus poussée du secteur des services financiers et la réduction éventuelle du stock de la dette du gouvernement fédéral, ce problème pourrait s'aggraver. Les accaparements survenus jusqu'ici, et le risque constant d'accaparements, ne sont pas compatibles avec les objectifs du gouvernement et des participants au sujet du marché des titres de dette du gouvernement canadien. Cela implique donc que les règles actuelles d'adjudication des titres de dette, dont le gouvernement du Canada et la Banque du Canada assument la responsabilité, doivent être révisées.

Exemples de cas d'accaparement récents

Premier cas : Obligations 4 % échéant le 15 mars 1999

- *En août 1997, il existait une forte concentration de la propriété de ces titres et d'importantes positions à découvert.*
- *L'émission se négociait jusqu'à des taux inférieurs de 50 points de base aux rendements d'obligations ayant une échéance similaire, et les taux des pensions sont tombés à l'occasion nettement sous 1 % (alors que le taux général des opérations de pension avoisinait 3,25 %).*
- *La Banque du Canada a échangé 600 millions de dollars de ces titres en portefeuille (par adjudication) contre des obligations assorties à une échéance similaire afin d'aider à atténuer le problème.*

Deuxième cas : Bons du Trésor à 1 an échéant le 6 août 1998

- *Le problème est survenu lors du processus d'adjudication tenu en août 1997.*
- *L'émission a été réouverte dans le cadre du cycle normal d'adjudication pour un montant de 1 milliard de dollars. Toutefois, elle restait encore entre les mains de quelques participants, et il n'y avait pas d'offre à des fins de transactions.*
- *Il a fallu procéder à une nouvelle réouverture de l'émission, pour un montant de 500 millions de dollars, à l'extérieur du cycle normal d'adjudication afin d'offrir quelques titres de cette émission sur le marché.*

4. Aperçu des modifications apportées

Conformément à la volonté de faire en sorte que le processus d'adjudication des titres de dette du gouvernement canadien n'entraîne pas une aggravation du problème d'accaparement sur le marché, les objectifs des propositions relatives aux nouvelles modalités des adjudications sont les suivants :

- Assurer aux participants que des montants excessifs de titres du gouvernement canadien ne pourront pas être accumulés aux adjudications par des investisseurs ou des intermédiaires.
- Informer le marché que la Banque du Canada, au nom du gouvernement, exerce une surveillance générale sur le processus d'adjudication pour faire en sorte que le processus fonctionne dans l'intérêt public.

Les propositions exposées dans le présent document sont de trois ordres :

- Une définition plus précise du soumissionnaire à une adjudication.
- De nouvelles limites de soumission pour les distributeurs et l'introduction de limites pour les clients.
- Une surveillance plus rigoureuse de la participation aux adjudications grâce à l'obligation faite aux participants de fournir certains renseignements et au renforcement de la surveillance, mesures qui doivent contribuer à assurer l'intégrité des marchés.

4.1 Définition du soumissionnaire

Les seules entités habilitées à présenter directement ou indirectement des soumissions aux adjudications sont les compagnies ou sociétés par actions, les sociétés en nom collectif, les pouvoirs publics et entités qui leur sont liées, les banques centrales étrangères (ainsi que les gouvernements de pays étrangers ou les organisations internationales), les fiduciaires et les particuliers. Tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne présentent pas d'offres de concert avec d'autres, et les entités entre lesquelles existent des liens de dépendance seront considérées comme un seul soumissionnaire en ce qui concerne les limites de soumission aux adjudications. Une disposition permet aux parties affiliées de déposer des soumissions distinctes si elles sont structurées de façon à ne pas échanger de renseignements concernant les soumissions ou les stratégies de placement aux adjudications.

4.2 Limites de soumission pour les distributeurs et les clients

En vertu des nouvelles règles, les limites de soumission applicables aux distributeurs de titres d'État viseront seulement les soumissions pour leur propre compte, et les clients déposeront des soumissions séparément par l'intermédiaire de distributeurs selon des limites propres à eux. Pour les négociants principaux, les nouvelles limites de soumission sont de 25 % en ce qui concerne les bons du Trésor et varient de 10 à 25 % pour les obligations. Les limites de soumission aux adjudications d'obligations applicables aux négociants principaux varieront en fonction de leur activité sur les marchés primaire et secondaire. Pour les distributeurs moins actifs, la limite de soumission sera de 10 % aux adjudications de bons du Trésor et de 1 à 9 % aux adjudications d'obligations, selon le volume de leur activité sur ces marchés. La limite de soumission pour les clients sera de 25 % aux adjudications de bons du Trésor et aux adjudications d'obligations.

Avec les nouvelles règles, l'aptitude d'un client à acheter des titres aux adjudications sera limitée de la même façon que celle d'un distributeur. En vertu du système actuel, on tient compte des soumissions des clients dans le calcul des limites de soumission des distributeurs, et aucune restriction ne frappe le niveau global des soumissions des clients ou des montants qui leur sont accordés. Ainsi, un client pourrait obtenir presque la totalité d'une émission en déposant des soumissions par l'entremise de trois négociants ou plus, ou en combinant ses offres aux adjudications aux offres effectuées sur le marché avant émission. Les distributeurs, en revanche, sont assujettis à des limites qui restreignent le montant de titres qu'ils peuvent viser dans leurs soumissions.

Les nouvelles limites de soumission tiendront également compte de la position nette du soumissionnaire sur le marché avant émission et de son portefeuille de titres de l'émission concernée déjà émis. À l'heure actuelle, un soumissionnaire détenant une portion importante de l'encours d'un titre (dans le cas d'une réouverture) ou une importante position longue sur le marché avant émission, ou les deux, peut encore tirer parti de sa pleine limite de soumission, ce qui lui donne la possibilité de prendre le contrôle d'une émission. En vertu des nouvelles règles, cela ne sera plus possible : le montant maximal que tout soumissionnaire peut déposer sera équivalent à la limite de soumission de celui-ci multipliée par l'encours du titre visé au moment où celui-ci sera livré minoré de sa position longue sur ce titre. Par suite de ces modifications, les participants aux adjudications ne pourront plus acquérir une importante proportion de l'encours du titre au moyen

de l'adjudication, de sorte qu'il leur sera plus difficile d'utiliser une position dominante à l'égard de ce titre pour en influencer l'offre et les prix sur le marché. En outre, le montant global des soumissions qu'un courtier peut présenter pour son propre compte et pour celui de ses clients est limité à 40 % du montant à adjuger. Ainsi, un courtier et ses clients ne pourront pas contrôler une proportion importante d'une émission par le biais du processus d'adjudication.

4.3 Exigences en matière de déclaration et surveillance du marché

Les nouvelles règles relatives à la déclaration des positions exigeront de tout participant désirant déposer une soumission à une adjudication qu'il soumette à la Banque du Canada sa position sur le marché avant émission et sur l'encours des titres de façon à ce que sa limite de soumission à l'égard des titres concernés soit ajustée. De plus, les nouvelles modalités de participation des distributeurs de titres d'État contiennent un exposé plus clair de l'obligation imposée à ces derniers de déclarer à la Banque du Canada leurs opérations sur les marchés et leurs positions, ce dans le but d'aider la Banque à assurer l'intégrité de ces marchés.

5. Exposé des règles

(On trouvera un résumé des nouvelles règles à l'Annexe 2)

5.1 Définition du soumissionnaire

- *La nouvelle définition du soumissionnaire s'applique à tous les distributeurs de titres d'État et aux clients ainsi qu'aux compagnies ou sociétés par actions, aux sociétés en nom collectif, aux pouvoirs publics et aux entités qui leur sont liées, aux banques centrales étrangères (ainsi qu'aux gouvernements de pays étrangers ou aux organisations internationales), aux fiducies et aux particuliers.*
- *Tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne soumissionnent pas conjointement avec d'autres.*
- *Les entités entre lesquelles existent des liens de dépendance (c'est-à-dire des entités affiliées) seront considérées comme un seul soumissionnaire aux adjudications de titres du gouvernement canadien. Pour éviter cela, les entités affiliées devront attester qu'elles ne s'échangent pas de renseignements concernant les rendements, les montants, les positions qu'elles détiennent ou qu'elles envisagent de prendre ou leurs stratégies de placement à l'égard des titres adjugés.*
- *Deux entités sont affiliées si l'une est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même entité. La définition spécifique du contrôle englobe le contrôle formel des voix ainsi que l'influence déterminante directe et indirecte sur la gestion et les politiques.*
- *Les entités affiliées qui désirent être traitées comme des soumissionnaires distincts doivent attester qu'elles n'interviendront pas de concert dans la formulation de la stratégie ou des soumissions aux adjudications.*
- *Toute entité qui réunit les conditions pour être considérée comme un soumissionnaire distinct doit faire effectuer toutes ses opérations concernant les soumissions ou les achats par une entité non affiliée.*

Motifs

Une définition plus précise du soumissionnaire est une composante essentielle du nouveau régime et est nécessaire afin d'empêcher la manipulation des titres. La définition proposée reflète l'intégration accrue des opérations de trésorerie des banques avec celles des distributeurs de titres d'État appartenant à ces dernières. La nouvelle définition du soumissionnaire restreint la capacité

d'entités affiliées d'intervenir conjointement et de manipuler les titres, par exemple de contourner les limites de soumission aux adjudications en conservant des titres dans les secteurs de l'entité qui restent sous le contrôle effectif du soumissionnaire ou en arrivant à savoir qui détient les titres ainsi que la stratégie de placement visée. Ainsi, en vertu des nouvelles règles, toutes les parties affiliées au sein du même groupe seront traitées comme un seul et unique soumissionnaire, à moins qu'il n'existe de politiques et de procédures claires empêchant la transmission de renseignements sur les stratégies de placement et les stocks de titres (voir ci-dessous). De plus, tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne déposeront pas de soumissions conjointement avec d'autres.

Certaines parties se sont montrées préoccupées par la possibilité que la nouvelle définition du soumissionnaire réduise l'accès aux adjudications, mais une analyse des positions des distributeurs et de leur activité aux adjudications tenues entre mai et août 1997 a révélé que la nouvelle proposition aurait eu une incidence très faible dans la plupart des cas. Cela s'explique notamment par le fait que, dans le cadre des nouvelles lois, les soumissions aux adjudications présentées pour le compte de clients sont assujetties à des limites distinctes et non incluses dans la limite de soumission du distributeur, comme c'est actuellement le cas.

5.1.1 Définition de la partie affiliée

Sont habilitées à déposer des soumissions aux adjudications, directement ou indirectement, les entités ayant un statut juridique. Diverses composantes opérationnelles, des départements ou des divisions au sein de la même entité juridique ne seront pas considérés comme des soumissionnaires distincts aux adjudications. En vertu de la nouvelle définition du soumissionnaire, seules les entités ayant un statut juridique qui ne sont pas affiliées à un autre soumissionnaire sont habilitées à déposer une soumission distincte aux adjudications de titres du gouvernement canadien. Celles qui sont considérées, en vertu des nouvelles règles, comme des entités affiliées seront traitées collectivement comme un seul soumissionnaire à moins qu'elles ne répondent, à la satisfaction de la Banque du Canada et du ministère des Finances, aux critères établis pour le traitement de parties autrement affiliées comme des soumissionnaires distincts.

Deux personnes sont affiliées si l'une d'elles est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même personne¹. La définition spécifique du contrôle est donnée à l'Annexe 3. Brièvement, une personne contrôle une société par actions si elle est le propriétaire bénéficiaire d'un montant de titres suffisant pour lui permettre d'en avoir le contrôle. Une personne contrôle une société en commandite si elle en est l'associé commandité. Une personne contrôle une entité sans personnalité morale autre qu'une société en commandite si 50 % des parts de l'entité, quelle que soit leur catégorie, sont la propriété effective de cette personne et que celle-ci est en mesure de diriger les activités et les affaires de l'entité sans personnalité morale. Une personne contrôle également une société par actions, une société en commandite ou une entité sans personnalité morale si cette personne contrôle une entité qui, à son tour, contrôle respectivement la société par actions, la société en commandite ou l'entité sans personnalité morale. Qui plus est, une personne contrôle une entité de quelque sorte que ce soit si cette personne exerce une influence déterminante directe ou indirecte sur la gestion et les politiques de l'entité concernée, soit seule ou conjointement avec d'autres personnes, par propriété effective de titres ou par l'entremise d'une personne ou plus

1. Aux termes de la présente section, "personne" signifie une personne physique, une entité entrant dans la définition donnée à l'Annexe 3 ou un représentant personnel.

ou autrement.

5.1.2 Statut de non-affilié au sein du même groupe de sociétés

Avec la nouvelle définition du soumissionnaire, une entité autrement affiliée au sein d'un groupe de sociétés pourra déposer des soumissions distinctes si elle est disposée à se structurer de façon à ce qu'il n'y ait pas, entre elle et d'autres entités affiliées, d'échange de renseignements sur les soumissions et les stratégies aux adjudications. Plus précisément, deux entités ou plus qui appartiennent au même groupe peuvent présenter des soumissions distinctes si chacune d'elles a attesté à la Banque du Canada qu'elle répond à certains critères établis visant à prévenir l'échange de renseignements sur les soumissions et les stratégies aux adjudications, et qu'elle dispose de politiques et de procédures écrites conçues pour perpétuer le respect de ces critères. Ceux-ci sont : (i) l'entité affiliée n'intervient pas conjointement ou de concert avec les autres entités du groupe en ce qui concerne les titres; (ii) aucun administrateur, agent, associé, employé ou représentant de l'entité affiliée qui achète des titres du gouvernement canadien aux adjudications ou fournit des conseils à cet égard, qui participe à la formulation des décisions concernant les stocks, les stratégies de placement ou de soumission liées aux titres du gouvernement canadien pour cette entité affiliée ou en son nom, ou encore qui influence ces décisions ou en est informé, ne peut aussi prendre part à l'une de ces mêmes activités ou disposer des mêmes connaissances relativement aux titres du gouvernement canadien pour une autre entité affiliée ou au nom de celle-ci²; (iii) l'entité affiliée n'échange de renseignements concernant les soumissions aux adjudications avec aucune autre entité du groupe; (iv) ses registres de stocks de titres du gouvernement canadien sont tenus séparément des registres des autres entités du groupe, et ses stratégies de placement et de soumission relatives à ces titres sont aussi élaborées séparément.

Toute entité affiliée qui fournit à la Banque du Canada l'attestation mentionnée ci-dessus doit promptement aviser celle-ci, par écrit, si une des conditions qui la rend admissible au statut de soumissionnaire distinct change ou si l'attestation n'est plus valide, de sorte que l'entité n'a plus droit au statut de non-affilié.

2. Ce critère ne s'applique pas aux particuliers (i) qui font partie soit de la haute direction soit uniquement du personnel administratif ou de bureau et qui, dans un cas comme dans l'autre, ne prennent pas de décisions relatives à la détention, à l'investissement ou au dépôt de soumissions concernant les titres du gouvernement canadien, et (ii) qui sont au courant de renseignements ayant été divulgués de façon générale et publique.

5.2 Dépôt des soumissions

Distributeurs de titres d'État

- *Les distributeurs de titres d'État seront habilités à déposer des soumissions pour leur propre compte jusqu'à une certaine limite à l'adjudication. Ils devront également observer une limite distincte pour le montant global des soumissions présentées pour le compte de leurs clients. Ces soumissions doivent être indiquées séparément des soumissions pour leur propre compte.*

Clients

- *Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'État, sous réserve de leur propre limite de soumission à l'adjudication. Les soumissions des clients doivent être indiquées séparément de celles du distributeur et les soumissions concurrentielles doivent être accompagnées du numéro matricule unique octroyé par la Banque du Canada au client.*
- *Les clients seront tenus d'obtenir un numéro matricule unique auprès de la Banque du Canada avant de pouvoir déposer des soumissions concurrentielles. Il sera possible d'obtenir les formulaires de demande de ce numéro matricule unique par télécopieur ou au site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>).*
- *Les clients ne régleront pas leurs opérations directement auprès de la Banque du Canada. Les distributeurs de titres d'État se chargeront du règlement des soumissions des clients qu'ils auront présentées et seront tenus responsables auprès de la Banque du Canada pour toute perte subie par suite de défaut de règlement des ventes dans le Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs.*

Motifs

Dans le but de contribuer à assurer l'intégrité du processus d'adjudication et à renforcer l'équité et la concurrence à toutes les étapes de ce processus, des limites de soumission distinctes pour les clients ont été introduites. Auparavant, l'accès des clients aux adjudications pouvait être limité dans la mesure où les négociants étaient habilités à soumettre leurs propres soumissions et celles de leurs clients dans le cadre d'une seule limite. Il n'y avait cependant pas de limite effective pour les clients, qui pouvaient s'approvisionner sans restriction en présentant des soumissions par l'entremise d'un certain nombre de distributeurs. Cet accès illimité des clients aurait pu créer des possibilités de contrôle de l'offre de titres. Pour assurer l'intégrité des adjudications et promouvoir l'équité, les clients seront donc dorénavant assujettis à des limites de soumission, tout comme les distributeurs.

Toutes les soumissions des clients continueront d'être présentées par l'entremise des distributeurs de titres d'État. Durant les consultations, certains clients ont exprimé le désir d'avoir un accès direct aux adjudications, comme c'est le cas aux États-Unis. Cet accès élargi aux adjudications intensifierait la concurrence et aiderait le gouvernement à réduire les coûts qu'entraîne l'émission de titres par voie d'adjudication. Par contre, les distributeurs initiaux jouent un rôle important pour tous les participants au marché en ce qui a trait à la tenue du marché et à la fourniture de renseignements sur les marchés, en plus d'assurer le succès des adjudications pour le

gouvernement. Après avoir considéré le bien-fondé de ces arguments, il a été décidé de maintenir l'accès direct et le statut d'intermédiaire actuel des négociants et de favoriser une concurrence accrue en établissant une limite de soumission distincte pour les clients.

5.3 Limites de soumission concurrentielle aux adjudications

- *Le montant de la soumission qu'un distributeur ou un client peut présenter de manière concurrentielle à une adjudication (sa limite de soumission à l'adjudication) sera égal à sa limite de soumission diminuée de sa position longue nette excédant le produit de sa limite de soumission en pourcentage par la valeur nominale de l'encours du titre adjugé.*
- *Tous les soumissionnaires, à la fois les distributeurs de titres d'État et les clients, doivent déclarer leurs positions nettes avant la tenue d'une adjudication (voir la section traitant des exigences en matière de déclaration). Aux fins de calcul des limites de soumission à l'adjudication, la position nette du soumissionnaire englobera la valeur nominale (1) du stock au comptant des titres portant le même numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN); (2) des positions sur le marché avant émission; (3) des contrats à terme boursiers prévoyant la livraison du titre précis mis en adjudication (mais non les contrats où le titre adjugé n'est pas le seul susceptible d'être livré ni ceux dont le règlement doit s'effectuer au comptant); (4) des contrats à terme de gré à gré; (5) des stocks de la composante résiduelle d'une obligation coupons détachés du titre adjugé; (6) de toute position sur le titre adjugé non couverte par les types de contrat mentionnés ci-dessus, opérations garanties comprises. Dans le cas de mises en pension ou de prêts de titres, l'entité qui est propriétaire du titre visé, et non celle qui l'a emprunté, doit déclarer le titre mis en pension ou prêté dans sa position. Toutes les positions sont déclarées en fonction de la date de transaction plutôt que de la date de livraison.*
- *Les soumissions de clients ne seront pas déduites des limites de soumission des distributeurs de titres d'État.*
- *Les limites de soumission aux adjudications d'obligations et de bons du Trésor sont exposées ci-dessous.*

Motifs

Il importe de prendre en considération la position longue des soumissionnaires dans le calcul de leur limite de soumission aux adjudications afin que ces derniers ne puissent utiliser le processus d'adjudication aux fins d'acquisition d'une position dominante. La déclaration de données relatives aux positions longues peut créer un fardeau administratif additionnel, mais ce fardeau est relativement léger par rapport aux avantages potentiels de cette disposition. La compilation de telles données constitue une bonne pratique de gestion pour les entreprises, et l'obligation de soumettre ces données à la Banque du Canada ne devrait pas augmenter de beaucoup la charge de travail.

Les données reçues des négociants au cours des derniers mois indiquent que la prise en considération de positions longues dans le calcul des limites de soumission aux adjudications n'aurait pas eu, en général, d'incidence notable sur les soumissions déposées ou sur les montants adjugés aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations (surtout si on considère les autres révisions, notamment l'introduction d'une limite de soumission distincte pour les clients et la

hausse de la limite de soumission aux adjudications d'obligations). Cette disposition n'aurait que rarement influé sur l'activité effective aux adjudications visant des réouvertures d'émissions (plus des deux tiers des adjudications de titres concernent des réouvertures). Une certaine incidence aurait tendance à se faire sentir au cours de la première adjudication d'un titre, lorsque toutes les positions longues d'un soumissionnaire auraient un effet direct sur les limites de soumission à l'adjudication. Toutefois, en général, les positions longues des distributeurs sur le marché avant émission tendent à être relativement peu importantes au moment où le titre est adjudgé la première fois. De plus, il est souhaitable, dans les cas où un soumissionnaire détient une importante position longue (à la première adjudication ou à la réouverture), que son activité à l'adjudication soit réduite.

5.4 Limites de soumission aux adjudications d'obligations

Distributeurs de titres d'État

- *Les limites de soumission des négociants principaux pour leur propre compte varieront de 10 à 25 % du montant d'obligations du gouvernement canadien adjudgées. Pour les autres distributeurs de titres d'État, les limites de soumission varieront de 1 à 9 %.*
- *Chaque distributeur aura également une limite de soumission pour ses clients, laquelle couvrira les soumissions présentées pour le compte de ses clients. Cette limite sera égale au plus élevé des deux montants suivants : 5 % ou la limite fixée pour les soumissions que le distributeur présente pour son propre compte.*
- *La limite globale de la somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte et pour le compte de ses clients sera de 40 % du montant à adjudger, déduction faite du montant net de la position longue excédentaire du négociant (jusqu'à concurrence de la limite fixée pour les soumissions du négociant).*
- *Les limites de soumission des distributeurs seront établies conformément à leur tenue aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et sur les marchés secondaires de ces titres au cours de l'année précédente. Aux fins de calcul de ces limites de soumission, les soumissions acceptées présentées pour le compte de clients seront prises en considération dans l'évaluation des résultats obtenus aux adjudications par le distributeur de titres d'État.*

Clients

- *Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'État à hauteur de 25 % du montant adjudgé. Les clients peuvent passer par autant de distributeurs qu'ils veulent tant que le montant total de leurs soumissions ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication. Les soumissions des clients faites par l'entremise d'un distributeur spécifique peuvent être freinées par la limite de soumission du distributeur et par la répartition qu'il fait de sa limite globale.*
- *Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'État ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.*

Commentaires sur la proposition du deuxième document de travail

Les participants ont exprimé des inquiétudes au sujet de la proposition voulant qu'un négociant important puisse présenter des soumissions pour son propre compte jusqu'à concurrence de 25 % et pour le compte de ses clients à concurrence de 25 % également, de sorte qu'il pourrait contrôler 50 % de l'émission. Ils ont aussi fait remarquer que, par suite des limites fixées pour les soumissions que les petits distributeurs ou les nouveaux participants présentent pour le compte de clients, il serait trop difficile pour ces distributeurs de bien servir l'intérêt du client ou d'accroître leur chiffre d'affaires.

Motifs

La limite de soumission passe de 20 à 25 %. On reconnaît par cette mesure le bien-fondé du point de vue selon lequel une limite de 20 % peut être trop restrictive, en particulier lorsqu'on la conjugue avec la décision de tenir compte des positions longues du soumissionnaire et des parties affiliées dans le calcul de la limite de soumission à toute adjudication. Si les positions longues sont prises en considération dans le calcul des limites de soumission à une adjudication donnée, il devient plus difficile pour tout soumissionnaire de détenir, au terme de l'adjudication, plus de 25 % des titres adjugés. Cela est contraire à la situation actuelle, où les positions longues ne sont pas prises en considération et où il n'y a donc pas de limite aux stocks de titres que peut détenir un soumissionnaire à l'issue d'une adjudication. Avec des limites de soumission de 25 %, au moins quatre soumissionnaires obtiendraient une part des obligations adjugées.

En réponse à la crainte qu'une limite globale maximale de 50 % fixée pour un négociant et un client soit trop élevée, on a fixé à 40 % du montant à adjuger le montant des soumissions qu'un négociant peut présenter pour son propre compte et pour le compte de ses clients. Cette limite sera modifiée pour s'établir au moins élevé des deux montants suivants : la limite de soumission du négociant ou l'excédent de sa position longue nette sur le produit de sa limite de soumission en pourcentage par la valeur nominale de l'encours du titre à adjuger. Il incombera au négociant de répartir cette limite globale entre ses propres soumissions et celles de ses clients. On trouvera à l'Annexe 4 des exemples de limites globales établies pour les négociateurs principaux et leurs clients.

Afin de donner aux petits distributeurs et aux nouveaux participants au marché une meilleure occasion de servir les intérêts de leurs clients et d'accroître leur chiffre d'affaires, on a fixé la limite des soumissions qu'un distributeur peut présenter pour le compte de ses clients au plus élevé des deux montants suivants : 5 % ou la limite de soumission pour son propre compte.

Les soumissions acceptées présentées par les distributeurs pour le compte de clients seront prises en considération dans la détermination des limites de soumission futures de ces distributeurs. Cette disposition reconnaît le rôle que les distributeurs jouent dans le placement des titres du gouvernement canadien, à savoir la mobilisation et la présentation des soumissions des clients, et les incite à continuer à jouer ce rôle.

La limite de soumission des clients sera établie à 25 %, soit à un niveau égal à celui des négociants les plus importants. Cette limite est considérée comme un juste équilibre entre les intérêts des négociants et ceux des clients et vise à assurer une large participation aux adjudications et une plus

grande concurrence. On pense aussi qu'elle permettrait peut-être d'accroître la couverture du montant offert.

5.5 Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor

Distributeurs de titres d'État

- *La limite de soumission des négociants principaux pour leur propre compte sera équivalente à 25 % du montant à adjuger. Pour les autres distributeurs de titres d'État, qui sont moins actifs aux adjudications de bons du Trésor et sur le marché secondaire, cette limite sera égale à 10 % de ce montant.*
- *Les distributeurs auront une limite de soumission additionnelle pour l'ensemble des soumissions qu'ils présentent pour le compte de leurs clients. Cette limite sera équivalente à la limite de soumission pour leur propre compte.*
- *La somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte ou pour le compte de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger, déduction faite de l'excédent de sa position longue nette (jusqu'à concurrence de sa limite de soumission).*

Clients

- *Pour les clients, la limite de soumission sera équivalente à 25 % du montant à adjuger. Les clients peuvent passer par autant de distributeurs qu'ils veulent tant que le montant total de leurs offres ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication. Les soumissions des clients faites par l'entremise d'un distributeur spécifique peuvent être freinées par la limite de soumission du distributeur et la part de ce distributeur dans la limite de soumission globale.*
- *Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'État ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.*

Commentaires sur la proposition du deuxième document de travail

Comme il a été mentionné à la section précédente relative aux obligations, certains ont formulé des craintes au sujet de la proposition selon laquelle un négociant important pourrait présenter des soumissions pour son propre compte jusqu'à concurrence de 25 % du montant à adjuger et pour le compte de ses clients à concurrence de 25 %, de sorte qu'il pourrait contrôler 50 % de l'émission.

Motifs

La limite de soumission aux adjudications de bons du Trésor passe de 33 1/3 % à 25 %. De cette façon, au moins quatre soumissionnaires obtiendront de nouveaux bons du Trésor, ce qui réduira le risque qu'un participant ou deux détiennent une proportion déterminante des nouveaux bons du Trésor.

Les limites de soumission des distributeurs de titres d'État aux adjudications de bons du Trésor ne seront pas établies de la même façon que pour les adjudications d'obligations parce que le système qui s'applique actuellement aux adjudications de bons du Trésor semble bien fonctionner. On

établira toutefois une certaine distinction entre les négociants principaux et les autres distributeurs de titres d'État, ce pour reconnaître les responsabilités additionnelles des négociants principaux, mais tout en fournissant un certain accès aux petits distributeurs.

En réponse à la crainte que le pourcentage maximum de 50 % établi pour le montant global des soumissions présentées par un négociant pour son propre compte et pour le compte de ses clients soit trop élevé, il a été décidé d'assujettir les soumissions à un plafond global de 40 % (en plus du maximum de 25 % fixé pour le négociant ou ses clients pris individuellement). Cette limite sera modifiée pour être fixée au moins élevé des deux montants suivants : la limite de soumission du négociant ou sa position longue nette. Il incombera au négociant de répartir cette limite entre ses propres soumissions et celles de ses clients. Le tableau ci-dessous récapitule les limites de soumission concurrentielle aux adjudications de bons du Trésor et aux adjudications d'obligations. Il convient de noter que les limites effectives de soumission aux adjudications pour les distributeurs et pour les clients seront révisées à la baisse pour refléter les positions longues nettes.

Soumissionnaire	Soumission concurrentielle
Soumissions du distributeur - pour son propre compte	Jusqu'à 25 % selon une formule tenant compte de l'activité sur les marchés primaire et secondaire.
- pour le compte de clients	La somme des soumissions des clients ne peut dépasser la limite de soumission du distributeur pour son propre compte.
- ensemble des soumissions	La somme des soumissions présentées par un négociant pour son propre compte et pour le compte de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger déduction faite du montant net de sa position excédentaire longue (jusqu'à concurrence de sa limite de soumission).
Limite de soumission des clients	25 %

5.6 Soumissions non concurrentielles

- *Chaque distributeur de titres d'État est habilité à présenter une seule soumission non concurrentielle, en sus des soumissions concurrentielles, aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et de chaque tranche de bons du Trésor.*
- *La limite maximale des soumissions non concurrentielles de chaque participant sera de 3 millions de dollars pour les obligations du gouvernement canadien et pour chaque tranche de bons du Trésor.*
- *Tous les distributeurs de titres d'État seront également habilités à déposer des soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Le montant total des soumissions non concurrentielles que peut présenter chaque distributeur de titres d'État pour le compte de clients sera limité à 3 millions de dollars.*

Motifs

Les soumissions non concurrentielles aux adjudications de bons du Trésor seront introduites parce qu'elles permettent aux distributeurs et aux clients, qui connaissent moins bien les rouages du marché et qui n'ont peut-être pas les connaissances requises pour présenter avec succès une soumission concurrentielle, d'acquérir de petits montants de titres.

Soumissionnaire	Soumission non concurrentielle
Soumission du distributeur - pour son propre compte	3 millions de \$
- pour le compte de clients	La somme des soumissions des clients ne peut pas dépasser 3 millions de \$.
Limite de soumission des clients	3 millions de \$

5.7 Exigences en matière de déclaration

Déclaration des positions nettes

- *Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer à la Banque du Canada leurs positions globales nettes sur le titre adjudgé au moment de la présentation des soumissions pour leur propre compte ou le compte de clients. Cela doit être fait qu'il s'agisse d'une position longue ou à découvert. La position doit être mise à jour chaque fois que les distributeurs présentent une nouvelle soumission.*
- *Les distributeurs de titres d'État doivent veiller à ce que leurs clients sachent qu'ils doivent déclarer leur position nette, indirectement par leur entremise ou directement à la Banque du Canada, pour que leurs soumissions concurrentielles soient prises en considération à une adjudication.*
- *Les clients qui présentent des soumissions concurrentielles à une adjudication doivent déclarer leur position nette sur le titre adjudgé. À défaut de cela, leurs soumissions seront automatiquement rejetées.*
- *Les clients peuvent déclarer leur position nette soit directement à la Banque du Canada soit indirectement par l'entremise d'un distributeur de titres d'État qui présente la soumission pour leur compte. Le client qui choisit de déclarer sa position directement peut le faire jusqu'à 30 minutes avant l'heure limite pour le dépôt des soumissions le jour de l'adjudication.*
- *Si la position d'un soumissionnaire change de plus de 25 millions de dollars par rapport au niveau déclaré, ce dernier doit la soumettre de nouveau avant l'heure limite de soumission. Les clients doivent soumettre les changements de position directement à la Banque du Canada.*
- *Les clients peuvent déposer des soumissions non concurrentielles sans avoir à déclarer de position nette.*

Homologation et vérification des soumissions

- *Les distributeurs de titres d'État doivent veiller à ce que les clients qui présentent des soumissions sachent qu'ils doivent déclarer leur position et les informer des montants qui leur auront été alloués au terme de l'adjudication. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard pour s'assurer de la validité des soumissions des clients.*
- *Dans le cadre du processus proposé d'homologation et de confirmation, les services de vérification interne de tous les distributeurs de titres d'État et des clients doivent certifier, une fois par an, que les renseignements fournis sont exacts.*

Renseignements concernant l'activité sur le marché

- *La Banque du Canada exige des distributeurs qu'ils produisent sur une base régulière des rapports sur leurs opérations portant sur les titres de dette de l'État canadien, notamment sur la position globale de leurs firmes. Dans le but d'aider à assurer l'intégrité du marché, la Banque peut exiger que les distributeurs de titres d'État fournissent des renseignements généraux sur les opérations de leurs clients relatives aux titres de l'État canadien. Dans les cas où la Banque estime que, pendant une période assez longue, des opérations sont ou ont été effectuées d'une manière inhabituelle sur des titres de l'État canadien, elle peut exiger des distributeurs qu'ils divulguent les noms et les opérations des clients qui y ont participé.*
- *La Banque du Canada se réserve le droit (1) de lancer une enquête en vue de déterminer si les règles régissant les adjudications ont été violées; (2) d'informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'autres opérations douteuses; (3) de communiquer les cas d'opérations douteuses sur le marché secondaire à l'Association des courtiers en valeurs mobilières aux fins de détermination de non-respect de la Politique n° 5; (4) de vendre des titres de son propre portefeuille. Le ministère des Finances conserve le droit de rouvrir une émission en dehors du calendrier trimestriel des obligations et du cycle normal d'émission des bons du Trésor.*

Motifs

5.7.1 Déclaration des positions nettes et homologation des soumissions

La Banque du Canada et le ministère des Finances sont conscients du fardeau administratif que les nouvelles exigences en matière de déclaration vont imposer aux participants aux adjudications et hésitent à imposer des responsabilités additionnelles à moins que les résultats attendus ne soient clairement plus avantageux que les coûts potentiels. Après examen de la question, la Banque du Canada et le ministère des Finances sont d'avis que la déclaration des positions est une mesure déterminante pour la prévention d'une concentration indue de propriété. Cette exigence ne devrait pas s'avérer particulièrement onéreuse, étant donné que les participants ayant une politique de gestion prudente du risque devraient déjà disposer de systèmes leur permettant de surveiller leurs positions. Compte tenu des torts que les accaparements peuvent faire à l'efficacité du marché des titres du gouvernement canadien, la Banque du Canada et le ministère des Finances croient fortement que les avantages que comportent les nouvelles exigences en matière de déclaration compensent largement les désagréments d'ordre administratif.

D'autres aspects des exigences de déclaration proposées ont été examinés par la Banque du Canada et le ministère des Finances à la lumière des commentaires reçus concernant les documents de travail. On retiendra l'exigence, proposée dans le premier document, voulant que les participants attestent chaque année que les renseignements qu'ils donnent sont exacts, car elle représente une importante garantie, donnée par une source ne participant pas directement à la négociation et à la distribution des titres d'État, que les règles régissant les adjudications sont respectées. Le fardeau administratif additionnel qu'impose cette exigence n'est pas très lourd, le processus de certification devant s'intégrer aisément dans les programmes de vérification annuels normaux des distributeurs de titres d'État et d'autres soumissionnaires aux adjudications.

Les commentaires reçus concernant la complexité potentielle des exigences de déclaration imposées aux clients, ainsi que les préoccupations exprimées relativement à la confidentialité des transactions de ces derniers, ont donné lieu à un certain nombre de modifications. Ces changements simplifieront le processus de déclaration et donneront aux clients le choix de transmettre directement à la Banque du Canada leur position nette. En vertu des nouvelles règles, tous les clients présentant des soumissions concurrentielles aux adjudications devront déclarer leur position nette, indépendamment de la taille de ces soumissions et des positions qu'ils détiennent sur les titres adjugés. Ce changement éliminera toute confusion quant à savoir si un client est tenu ou non de déclarer sa position. Il appartiendra toujours aux distributeurs de titres d'État d'informer leurs clients de leurs responsabilités en matière de déclaration, mais le poids de cette activité est réduit compte tenu de la normalisation des responsabilités des clients et parce que ces derniers seront au courant de ces responsabilités par l'entremise du processus de demande d'obtention d'un numéro matricule unique.

5.7.2 Renseignements concernant l'activité sur les marchés

Tous les participants aux marchés doivent se partager la responsabilité de veiller à l'intégrité du marché secondaire. L'Association des courtiers en valeurs mobilières a pris récemment une mesure positive dans le but de renforcer l'intégrité du marché avec l'adoption de sa Politique n° 5, et d'autres grands groupes financiers qui interviennent sur le marché secondaire ont été encouragés

à adopter des principes similaires. La Banque du Canada a participé à ces initiatives et elle contribue à garantir l'intégrité du marché des titres de l'État canadien. En plus de la Politique n° 5 de l'ACCOVAM, des nouvelles règles régissant les adjudications et des nouvelles modalités de la participation aux adjudications, il existe une disposition obligeant les participants à fournir des renseignements sur les marchés dans des circonstances particulières où l'intégrité du marché des titres d'État suscite des doutes. La Banque du Canada exige des distributeurs qu'ils produisent sur une base régulière des rapports sur leurs opérations portant sur les titres de dette de l'État canadien, notamment sur la position globale de leurs firmes. Dans le but d'aider à veiller à l'intégrité du marché, la Banque peut exiger que les distributeurs de titres d'État fournissent des renseignements généraux sur les opérations de leurs clients relatives aux titres de l'État canadien. Dans les cas où la Banque estime qu'il y a ou qu'il y a eu pendant une période assez longue des opérations effectuées d'une manière inhabituelle sur des titres du gouvernement canadien, elle peut exiger des distributeurs qu'ils divulguent les noms et les opérations des clients qui ont participé à de telles transactions.

Les principaux indicateurs permettant de déterminer si le niveau de surveillance d'un titre particulier du gouvernement canadien doit être intensifié sont, entre autres, les taux des opérations de pension (dans quelle mesure ils sont spéciaux), le montant de l'encours du titre sous le contrôle d'un ou de plusieurs participants, l'activité entourant le titre et l'écart entre le taux du titre et la courbe de rendement. La Banque du Canada se réserve le droit (1) de lancer une enquête en vue d'établir s'il y a eu ou non des violations possibles des règles régissant les adjudications; (2) d'informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'opérations douteuses; (3) de communiquer des cas d'opérations douteuses sur le marché secondaire à l'Association des courtiers en valeurs mobilières aux fins d'enquête visant à déterminer le non-respect de la Politique n° 5; (4) de vendre des titres de son propre portefeuille. Le ministère des Finances conserve le droit de rouvrir une émission en dehors du calendrier trimestriel des obligations et du cycle normal d'émission des bons du Trésor.

6. Conclusion

Les adjudications devraient être libres de manipulation et perçues comme telles, car il est très important de maintenir la confiance des participants directs et des investisseurs finals dans le processus de l'adjudication. Les mesures exposées dans le présent document visent à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication. Prises ensemble, les initiatives présentées dans ce document représentent un changement important en ce qui concerne la façon dont le gouvernement canadien adjuge ses titres négociables, et elles devraient fortement contribuer à réduire les cas de manipulation sur le marché primaire.

Ces révisions visent également à maintenir une large participation aux adjudications en faisant en sorte que les participants aient confiance dans le processus. Parmi les avantages attendus des modifications, ainsi que des initiatives conjointes entreprises sur le marché secondaire, on peut citer une uniformisation et une clarification des règles du jeu pour les intermédiaires du marché, une efficacité accrue du marché primaire pour les investisseurs, un bon fonctionnement du marché des capitaux pour l'économie et un mode de financement économique pour le gouvernement.

Annexe 1

Définitions

Distributeur de titres d'État désigne une entité à laquelle la Banque du Canada a octroyé un tel statut et qui est habilitée à présenter des soumissions aux adjudications de titres du gouvernement canadien.

Négociant principal désigne une sous-catégorie de distributeurs de titres d'État dont le degré de participation aux marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien dépasse un seuil donné. Un distributeur peut être un négociant principal en obligations ou en bons du Trésor ou les deux.

Soumission désigne une offre d'achat lors d'une adjudication d'un montant nominal indiqué de titres, de manière concurrentielle ou non concurrentielle. L'offre, déposée par un distributeur de titres d'État, d'acheter un montant nominal indiqué de titres en vue d'honorer l'engagement de vendre un montant précis de titres à un prix convenu ou à un prix fixé en vertu d'une norme convenue est une soumission de distributeur de titres d'État et non une soumission de client.

Soumissionnaire désigne toute entité habilitée à présenter des soumissions soit directement soit par l'entremise d'une entité autorisée à présenter des soumissions à une adjudication pour le compte de clients. Dans certains cas, deux ou plusieurs personnes physiques ou morales sont considérées comme un seul soumissionnaire, en raison des relations qui existent entre elles.

Présentateur désigne toute entité habilitée à présenter, pour son propre compte ou pour le compte de clients, des soumissions à la Banque du Canada lors d'adjudications de titres du gouvernement canadien. Seuls les distributeurs de titres d'État et la Banque du Canada peuvent être des présentateurs.

Client désigne un soumissionnaire pour lequel un distributeur de titres d'État présente une offre concurrentielle ou non concurrentielle pour une quantité précise de titres à un prix donné.

Limite de soumission désigne la limite imposée au distributeur ou au client avant la prise en considération des positions longues. En l'absence d'une position longue, la limite de soumission à l'adjudication du distributeur ou du client est équivalente à sa limite de soumission.

Limite de soumission à l'adjudication désigne le montant maximal permis de la soumission à une adjudication donnée de la part d'un distributeur ou d'un client. La limite de soumission à l'adjudication est égale à la limite de soumission ajustée pour tenir compte des positions longues sur les titres adjugés. Elle est égale ou inférieure à la limite de soumission.

Limite de soumission pour le compte de clients désigne le montant maximum des soumissions qu'un distributeur est autorisé à présenter pour le compte de ses clients.

Limite globale désigne le montant maximum qu'un distributeur et ses clients peuvent présenter conjointement.

Annexe 2

Sommaire des propositions

Définition du soumissionnaire

- La nouvelle définition du soumissionnaire couvre tous les distributeurs de titres d'État ainsi que les clients et s'applique aux compagnies ou sociétés par actions, aux sociétés en nom collectif, aux pouvoirs publics et aux entités qui leur sont liées, aux banques centrales étrangères (ainsi qu'aux gouvernements de pays étrangers ou aux organisations internationales), aux fiducies et aux particuliers.
- Tous les soumissionnaires doivent attester qu'ils ne soumissionnent pas conjointement avec d'autres.
- Les entités entre lesquelles existent des liens de dépendance (c'est-à-dire des entités affiliées) seront considérées comme un seul soumissionnaire aux adjudications de titres du gouvernement canadien. Pour éviter cela, les entités affiliées devront attester qu'elles ne s'échangent pas de renseignements concernant les rendements, les montants, les positions qu'elles détiennent ou qu'elles envisagent de prendre ou leurs stratégies de placement à l'égard des titres adjugés.
- Deux entités sont affiliées si l'une est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même entité. La définition spécifique du contrôle englobe le contrôle formel des voix ainsi que l'influence déterminante directe et indirecte sur la gestion et les politiques.
- Les entités affiliées qui désirent être traitées comme des soumissionnaires distincts doivent attester qu'elles n'interviendront pas de concert dans la formulation de la stratégie ou des soumissions aux adjudications.
- Toute entité qui réunit les conditions pour être considérée comme un soumissionnaire distinct doit faire effectuer toutes ses opérations concernant les soumissions ou les achats par une entité non affiliée.

Dépôt des soumissions

Distributeurs de titres d'État

- Les distributeurs de titres d'État seront habilités à déposer des soumissions pour leur propre compte jusqu'à une certaine limite à l'adjudication. Ils devront également observer une limite distincte pour le montant global des soumissions présentées pour le compte de leurs clients. Ces soumissions doivent être indiquées séparément des soumissions pour leur propre compte.

Clients

- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'État, sous réserve de leur propre limite de soumission à l'adjudication. Les soumissions des clients doivent être indiquées séparément de celles du distributeur et les soumissions concurrentielles doivent être accompagnées du numéro matricule unique octroyé par la Banque du Canada au client.
- Les clients seront tenus d'obtenir un numéro matricule unique auprès de la Banque du Canada avant de pouvoir déposer des soumissions concurrentielles. Il sera possible d'obtenir les formulaires de demande de ce numéro matricule unique par télécopieur ou au site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>).
- Les clients ne régleront pas leurs opérations directement auprès de la Banque du Canada. Les distributeurs de titres d'État se chargeront du règlement des soumissions des clients qu'ils auront présentées et seront tenus responsables auprès de la Banque du Canada pour toute perte subie par suite de défaut de règlement des ventes dans le Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs.

Limites de soumission concurrentielle aux adjudications

- Le montant de la soumission qu'un distributeur ou un client peut présenter de manière concurrentielle à une adjudication (sa limite de soumission à l'adjudication) sera égal à sa limite de soumission diminuée de sa position longue nette excédant le produit de sa limite de soumission en pourcentage par la valeur nominale de l'encours du titre adjugé.
- Tous les soumissionnaires, à la fois les distributeurs de titres d'État et les clients, doivent déclarer leurs positions nettes avant la tenue d'une adjudication (voir la section traitant des exigences en matière de déclaration). Aux fins de calcul des limites de soumission à l'adjudication, la position nette du soumissionnaire englobera la valeur nominale (1) du stock au comptant des titres portant le même numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN); (2) des positions sur le marché avant émission; (3) des contrats à terme boursiers prévoyant la livraison du titre précis mis en adjudication (mais non les contrats où le titre adjugé n'est pas le seul susceptible d'être livré ni ceux dont le règlement doit s'effectuer au comptant); (4) des contrats à terme de gré à gré; (5) des stocks de la composante résiduelle d'une obligation coupons détachés du titre adjugé; (6) de toute position sur le titre adjugé non couverte par les types de contrat mentionnés ci-dessus, opérations garanties comprises. Dans le cas de mises en pension ou de prêts de titres, l'entité qui est propriétaire du titre visé, et non celle qui l'a emprunté, doit déclarer le titre en pension ou prêté dans sa position. Toutes les positions sont déclarées en fonction de la date de transaction plutôt que de la date de livraison.
- Les soumissions de clients ne seront pas déduites des limites de soumission des distributeurs de titres d'État.
- Les limites de soumission aux adjudications d'obligations et de bons du Trésor sont exposées ci-dessous.

Limites de soumission aux adjudications d'obligations

Distributeurs de titres d'État

- Les limites de soumission des négociants principaux pour leur propre compte varieront de 10 à 25 % du montant d'obligations du gouvernement canadien adjudgées. Pour les autres distributeurs de titres d'État, les limites de soumission varieront de 1 à 9 %.
- Chaque distributeur aura également une limite de soumission pour ses clients, laquelle couvrira les soumissions présentées pour le compte de ses clients. Cette limite sera égale au plus élevé des deux montants suivants : 5 % ou la limite fixée pour les soumissions que le distributeur présente pour son propre compte.
- La limite globale de la somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte et pour le compte de ses clients sera de 40 % du montant à adjudger, déduction faite du montant net de la position longue excédentaire du négociant (jusqu'à concurrence de la limite fixée pour les soumissions du négociant).
- Les limites de soumission des distributeurs seront établies conformément à leur performance aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et sur les marchés secondaires de ces titres au cours de l'année précédente. Aux fins de calcul de ces limites de soumission, les soumissions acceptées présentées pour le compte de clients seront prises en considération dans l'évaluation des résultats obtenus aux adjudications par le distributeur de titres d'État.

Clients

- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs de titres d'État à hauteur de 25 % du montant adjudgé. Les clients peuvent passer par autant de distributeurs qu'ils veulent tant que le montant total de leurs soumissions ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication. Les soumissions des clients faites par l'entremise d'un distributeur spécifique peuvent être freinées par la limite de soumission du distributeur et la part de celui-ci dans la limite de soumission globale.
- Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'État ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.

Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor

Distributeurs de titres d'État

- La limite de soumission des négociants principaux pour leur propre compte sera équivalente à 25 % du montant à adjuger. Pour les autres distributeurs de titres d'État, qui sont moins actifs aux adjudications de bons du Trésor et sur le marché secondaire, cette limite sera égale à 10 % de ce montant.
- Les distributeurs auront une limite de soumission additionnelle pour l'ensemble des soumissions qu'ils présentent pour le compte de leurs clients. Cette limite sera équivalente à la limite de soumission pour leur propre compte.
- La somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte ou pour le compte de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger, déduction faite de l'excédent de sa position longue nette (jusqu'à concurrence de sa limite de soumission).

Clients

- Pour les clients, la limite de soumission sera équivalente à 25 % du montant à adjuger. Les clients peuvent passer par autant de distributeurs qu'ils veulent tant que le montant total de leurs soumissions ne dépasse pas leur limite de soumission à l'adjudication. Les soumissions des clients faites par l'entremise d'un distributeur spécifique peuvent être freinées par la limite de soumission du distributeur et la part de ce distributeur dans la limite de soumission globale.
- Il incombe à chaque client de veiller à ce que le total de ses soumissions présentées par tous les distributeurs de titres d'État ne dépasse pas sa limite de soumission à l'adjudication.

Soumissions non concurrentielles

- Chaque distributeur de titres d'État est habilité à présenter une seule soumission non concurrentielle, en sus des soumissions concurrentielles, aux adjudications d'obligations du gouvernement canadien et de chaque tranche de bons du Trésor.
- La limite maximale des soumissions non concurrentielles de chaque participant sera de 3 millions de dollars pour les obligations du gouvernement canadien et pour chaque tranche de bons du Trésor.
- Tous les distributeurs de titres d'État seront également habilités à déposer des soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Le montant total des soumissions non concurrentielles que peut présenter chaque distributeur de titres d'État pour le compte de clients sera limité à 3 millions de dollars.

Exigences en matière de déclaration

Déclaration des positions nettes

- Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer à la Banque du Canada leurs positions globales nettes sur le titre adjudgé au moment de la présentation des soumissions pour leur propre compte ou le compte de clients. Cela doit être fait qu'il s'agisse d'une position longue ou à découvert. La position doit être mise à jour chaque fois que les distributeurs présentent une nouvelle soumission.
- Les distributeurs de titres d'État doivent veiller à ce que leurs clients sachent qu'ils doivent déclarer leur position nette, indirectement par leur entremise ou directement à la Banque du Canada, pour que leurs soumissions concurrentielles soient prises en considération à une adjudication.
- Les clients qui présentent des soumissions concurrentielles à une adjudication doivent déclarer leur position nette sur le titre adjudgé. À défaut de cela, leurs soumissions seront automatiquement rejetées.
- Les clients peuvent déclarer leur position nette soit directement à la Banque du Canada soit indirectement par l'entremise d'un distributeur de titres d'État qui présente la soumission pour leur compte. Le client qui choisit de déclarer sa position directement peut le faire jusqu'à 30 minutes avant l'heure limite pour le dépôt des soumissions le jour de l'adjudication.
- Si la position d'un soumissionnaire change de plus de 25 millions de dollars par rapport au niveau déclaré, ce dernier doit la soumettre de nouveau avant l'heure limite de soumission. Les clients doivent soumettre les changements de position directement à la Banque du Canada.
- Les clients peuvent déposer des soumissions non concurrentielles sans avoir à déclarer de position nette.

Homologation et vérification des soumissions

- Les distributeurs de titres d'État doivent veiller à ce que les clients qui présentent des soumissions sachent qu'ils doivent déclarer leur position et les informer des montants qui leur auront été alloués au terme de l'adjudication. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard pour s'assurer de la validité des soumissions des clients.
- Dans le cadre du processus proposé d'homologation et de confirmation, les services de vérification interne de tous les distributeurs de titres d'État et des clients doivent certifier, une fois par an, que les renseignements fournis sont exacts.

Renseignements concernant l'activité sur le marché

- La Banque du Canada exige des distributeurs qu'ils produisent sur une base régulière des rapports sur leurs opérations portant sur les titres de dette de l'État canadien, notamment sur la position globale de leurs firmes. Dans le but d'aider à garantir l'intégrité du marché, la Banque peut exiger que les distributeurs de titres d'État fournissent des renseignements généraux sur les opérations de leurs clients relatives aux titres de l'État canadien. Dans les cas où la Banque estime que, pendant une période assez longue, des opérations sont ou ont été effectuées d'une manière inhabituelle sur des titres de l'État canadien, elle peut exiger des distributeurs qu'ils divulguent les noms et les opérations des clients qui y ont participé.
- La Banque du Canada se réserve le droit (1) de lancer une enquête en vue de déterminer si les règles régissant les adjudications ont été violées; (2) d'informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'autres opérations douteuses; (3) de communiquer les cas d'opérations douteuses sur le marché secondaire à l'Association des courtiers en valeurs mobilières aux fins de détermination de non-respect de la Politique n° 5; (4) de vendre des titres de son propre portefeuille. Le ministère des Finances conserve le droit de rouvrir une émission en dehors du calendrier trimestriel des obligations et du cycle normal d'émission des bons du Trésor.

Annexe 3

Définition spécifique du contrôle

Participation d'entités affiliées à une seule soumission

Entité désigne :

- les compagnies ou les sociétés par actions;
- les sociétés en nom collectif;
- les fiducies;
- les fonds;
- les associations ou les organismes sans personnalité morale;
- Sa Majesté en droit du Canada ou de gouvernements provinciaux;
- les agences de sa Majesté du Canada ou d'une province;
- les gouvernements d'un pays étranger ou les subdivisions politiques ou les organismes d'un pays étranger;
- les banques centrales étrangères; et
- les organismes internationaux.

Personne désigne une personne physique, une entité ou un représentant personnel.

Les personnes suivantes sont habilitées à présenter des soumissions :

- les compagnies ou les sociétés par actions;
- les sociétés en nom collectif;
- les fiducies;
- le gouvernement du Canada;
- les gouvernements provinciaux;
- les sociétés d'État fédérales et provinciales et leurs agences;
- les gouvernements locaux (y compris, mais non exclusivement, les municipalités, les municipalités régionales, les comtés et les cantons);
- les particuliers;
- les banques centrales étrangères;
- les gouvernements étrangers; et
- les organismes internationaux.

Seules les personnes qui ne sont pas affiliées à un autre soumissionnaire peuvent présenter des soumissions distinctes. Les personnes affiliées doivent regrouper leurs soumissions pour en faire une seule, à moins qu'elles ne satisfassent aux critères établis et ne fournissent l'attestation exigée à la section suivante pour le dépôt de soumissions distinctes.

Deux personnes sont affiliées si une d'elles est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même personne.

Une personne contrôle une compagnie ou une société par actions si :

- (a) les titres de la compagnie ou société par actions auxquels sont assortis plus de 50 % des votes pouvant être utilisés pour élire les administrateurs de la compagnie ou société par

actions sont la propriété effective de cette personne et ces votes suffisent, s'ils sont utilisés, pour élire une majorité des administrateurs de la compagnie ou société par actions;

- (b) la somme globale (i) des titres de la compagnie ou société par actions qui sont la propriété effective de cette personne et (ii) des titres de la compagnie ou société par actions qui sont la propriété effective de toute entité sous le contrôle de cette personne est telle que, si cette personne et toutes les entités sous son contrôle qui sont les propriétaires bénéficiaires de la compagnie ou société par actions étaient une seule et même personne, cette personne aurait le contrôle de la compagnie ou société par actions; ou
- (c) cette personne contrôle une entité qui contrôle la compagnie ou société par actions.

Une personne contrôle une société en commandite si :

- (a) cette personne est l'associé commandité de la société en commandite; ou
- (b) cette personne contrôle une entité qui contrôle la société en commandite.

Une personne contrôle une entité sans personnalité morale autre qu'une société en commandite si :

- (a) plus de 50 % des parts de l'entité, quelle que soit leur catégorie, sont la propriété effective de cette personne et que celle-ci est en mesure de diriger les activités et les affaires de l'entité; ou
- (b) cette personne contrôle une entité qui contrôle l'entreprise sans personnalité morale.

Une personne contrôle une entité si elle exerce une influence déterminante directe ou indirecte sur la gestion et les politiques de l'entité, seule ou avec une ou plusieurs autres personnes, par propriété effective de titres, par l'entremise d'une ou de plusieurs autres personnes ou autrement.

Pour être en mesure de présenter une soumission distincte, une personne doit confirmer à la Banque du Canada qu'elle ne participera pas intentionnellement, conjointement avec une autre, à la présentation d'une soumission à une adjudication.

Annexe 4

Exemple de calcul de la limite globale de soumission

La présente annexe illustre la règle relative à la limite globale, qui stipule que la somme des soumissions présentées par un négociant principal pour son propre compte et celui de ses clients ne peut dépasser 40 % du montant à adjuger, diminués de sa position longue nette (à concurrence de sa limite de soumission). Cette règle ne s'appliquera qu'aux négociants principaux dont la limite est de plus de 20 %.

Exemple 1 : Supposons que le montant à adjuger est de 2 milliards de \$.

Si le négociant a une limite de soumission de 25 % et n'a pas une position longue nette :

Limite de soumission à l'adjudication du négociant pour son propre compte

(25 % moins la position excédentaire) : 500 millions de \$

Limite de soumission du négociant pour ses clients (25 %) : 500 millions de \$

Limite globale (40 % moins position longue excédentaire) : 800 millions de \$

Le négociant doit répartir les soumissions entre celles qu'il présente pour son propre compte et celles qu'il présente pour le compte de ses clients de façon à ne pas dépasser 500 millions de \$ pour chacun et 800 millions de \$ au total.

Exemple 2 : Supposons que le montant à adjuger est de 2 milliards de \$ (réouverture d'une émission de 2 milliards de \$).

a) Si le négociant a une position longue de 500 millions de \$ ou moins, il n'a pas une position longue excédentaire, et ses limites sont les mêmes que celles de l'exemple 1.

b) Si le négociant a une position longue de 750 millions de \$, sa position longue excédentaire est de 250 millions de \$:

Limite de soumission à l'adjudication du négociant pour son propre compte (25 % moins position longue excédentaire) : 500 millions de \$ - 250 millions de \$ = 250 millions de \$

Limite de soumission du négociant pour ses clients (25 %) : 500 millions de \$

Limite globale (40 % moins position longue excédentaire) :

800 millions de \$ - 250 millions de \$ = 550 millions de \$

Le négociant doit répartir les soumissions entre les siennes (pas plus de 250 millions de \$) et celles de ses clients (pas plus de 500 millions de \$), de sorte que le montant combiné ne dépasse pas 550 millions de \$.

c) Si le négociant a une position longue de 1 milliard de \$, sa position longue excédentaire est de 500 millions de \$:

Limite de soumission à l'adjudication du négociant pour son propre compte (25 % moins position longue excédentaire) : 500 millions de \$ - 500 millions de \$ = 0

Limite de soumission du négociant pour ses clients (25 %) : 500 millions de \$

Limite globale (40 % moins position longue excédentaire) :

800 millions de \$ - 500 millions de \$ = 300 millions de \$

Le négociant ne peut présenter de soumission pour son propre compte et l'ensemble des soumissions pour ses clients ne peut dépasser 300 millions de \$.

d) Si le négociant a une position longue de plus de 1 milliard de \$, sa position longue excédentaire est supérieure à sa limite de soumission. Par conséquent, la limite globale de 40 % se trouve réduite à concurrence de la soumission plutôt que de la position longue excédentaire. Ainsi, la limite de soumission pour le compte des clients reste de 300 millions de \$.

Exemple 3 : Supposons que le montant à adjuger est de 2 milliards de \$ (réouverture d'une émission de 6 milliards de \$).

a) Si le négociant a une position longue de 1 500 millions de \$ ou moins, les limites sont les mêmes que dans l'exemple 1 (il n'y a pas de position longue excédentaire).

b) Si le négociant a une position longue de 1 750 millions de \$, les limites sont les mêmes que dans l'exemple 2b.

c) Si le négociant a une position longue de 2 milliards de \$, les limites sont les mêmes que dans l'exemple 2c (la position longue excédentaire est égale à la limite de soumission).

d) Si le négociant a une position longue de plus de 2 milliards de \$, les limites sont les mêmes que dans l'exemple 2c. (La position longue excédentaire dépasse la limite de soumission, de sorte que la limite globale de 40 % se trouve réduite à concurrence de la limite de soumission.)