

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

---

Premier document de travail

19 décembre 1996

**RÉSUMÉ :** La Banque du Canada et le ministère des Finances invitent les intervenants concernés à leur faire part de leur point de vue sur le projet de modification des dispositions administratives régissant les adjudications des titres du gouvernement canadien. Ce projet fait partie d'une entreprise de grande envergure mise en chantier par le gouvernement et les opérateurs des marchés financiers dans le but d'améliorer le fonctionnement du marché des titres d'État. Les règles actuelles se sont en général révélées adéquates, mais un certain nombre d'éléments donnent à penser qu'il y a lieu de les clarifier et de les resserrer. À cet égard, on peut citer la fusion des groupes de trésorerie de diverses banques canadiennes avec les filiales de courtage en valeurs mobilières de ces dernières, la taille et l'influence croissantes des investisseurs nationaux et étrangers, ainsi que la diminution des besoins de financement du gouvernement, laquelle a déjà entraîné une réduction du montant des émissions mises en adjudication. En outre, on s'aperçoit que la distribution des titres de dette avant les adjudications – qui contribue à l'efficacité du processus et au bon fonctionnement d'autres marchés de titres à revenu fixe au Canada – est faible au Canada par rapport aux États-Unis. Cette situation pourrait s'expliquer en partie par les différences qui existent entre les règles régissant les adjudications dans les deux pays.

Le projet de modification touche à la fois les règles de l'adjudication et les activités de surveillance du processus par la Banque du Canada. En termes généraux, les mesures proposées visent à raffermir l'intégrité du processus d'adjudication et à accroître la participation en éliminant les risques de manipulation ou de collusion avant ou pendant les adjudications. Il importe que ce processus soit perçu comme étant libre de toute manipulation afin que sa crédibilité auprès des opérateurs reste intacte. Sinon, le fonctionnement efficace du marché des titres d'État et d'autres titres à revenu fixe au Canada sera affecté, ce qui aura des conséquences pour les mainteneurs de marché, les investisseurs, l'économie en général et le gouvernement. Un processus de consultation à deux phases prévu avec les opérateurs fera en sorte que les mesures finales arrêtées auront fait l'objet d'un examen par toutes les parties et qu'elles seront appropriées.

Plus précisément, le projet de modification comprend une définition du soumissionnaire, assujettit les soumissions des distributeurs initiaux à de nouvelles limites, établit un régime de présentation séparée des soumissions des investisseurs à la Banque du Canada par l'entremise des distributeurs initiaux, et prévoit la vente de titres par la Banque du Canada à la fois aux distributeurs initiaux et à leurs clients. Les distributeurs initiaux présenteront des soumissions distinctes pour leur propre compte et pour le compte de leur clients. La possibilité de sanctions en cas de violation des règles applicables aux adjudications est également abordée dans le présent document.

La Banque du Canada envisage d'accroître ses activités de surveillance concernant les adjudications. À cet égard, on propose que les exigences de déclaration qu'ont les distributeurs initiaux soient élargies pour englober la divulgation de toutes leurs activités relatives aux emprunts du gouvernement.

**PROCESSUS :** Les commentaires doivent être reçus au plus tard le 31 mars 1997. Un autre document de travail résumant et évaluant les commentaires sera publié. Il exposera également, aux fins de commentaires, des révisions détaillées proposées aux modalités des adjudications et au mandat des distributeurs initiaux.

ADRESSE : Les commentaires doivent être adressés à la :

Banque du Canada  
Département des Marchés financiers  
4<sup>e</sup> étage, tour Est  
234, rue Wellington  
Ottawa (Ontario)  
K1A 0G9

ou par courrier électronique à l'adresse suivante :  
comment@bank-banque-canada.ca

Les intéressés pourront prendre connaissance des commentaires reçus et en effectuer des copies à compter du 2 avril 1997 en s'adressant à la Bibliothèque de la Banque du Canada, 7<sup>e</sup> étage, tour Ouest, 234, rue Wellington, Ottawa (Ontario), K1A 0G9. Ces commentaires seront également mis à la disposition du public par l'entremise du réseau Internet, à la page d'accueil de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>) à compter du 2 avril 1997.

**POUR DE PLUS AMPLES INFORMATIONS, COMMUNIQUER AVEC Ron Parker, sous-chef, département des Marchés financiers, Banque du Canada (613-782-8160; [rparker@bank-banque-canada.ca](mailto:rparker@bank-banque-canada.ca)) ou Rob Stewart, chef intérimaire, Division des marchés financiers, ministère des Finances (613-992-4468; [stewart.rob@fin.gc.ca](mailto:stewart.rob@fin.gc.ca)).**

## **1 Vue d'ensemble**

Le présent document a pour but de donner aux intéressés l'occasion de formuler des commentaires sur un certain nombre de propositions relatives aux règles applicables aux adjudications de titres du gouvernement canadien et à la surveillance du processus d'adjudication par la Banque du Canada. Ces propositions ont pour but de préserver une large participation des investisseurs aux adjudications en stimulant la confiance des participants dans le processus. Cela devrait présenter beaucoup d'avantages : un terrain de jeu plus ouvert et plus juste pour les intermédiaires sur le marché; un marché primaire plus efficient pour les investisseurs; un marché des capitaux qui fonctionne bien pour l'économie en général; et des coûts de financement réduits pour le gouvernement.

Les mesures examinées dans le document visent à renforcer l'intégrité du processus d'adjudication en réduisant les possibilités de manipulation susceptibles d'entraîner des pertes imprévues pour ceux qui participent à la distribution des titres d'État. Il est très important de préserver la confiance des établissements qui participent directement à l'adjudication ainsi que celle des investisseurs. Les adjudications ne doivent faire l'objet d'aucune manipulation et doivent être perçues comme telles, de sorte que les investisseurs reçoivent, sans l'ombre d'un doute, la juste valeur des titres qu'ils achètent. Sinon, le nombre d'établissements participant activement aux adjudications pourrait diminuer à mesure que s'effriterait la cote d'estime dont jouit le processus. Non seulement une telle situation risquerait de réduire la liquidité du marché des titres de dette du gouvernement, mais elle pourrait également entraver le bon fonctionnement des marchés des autres titres canadiens à revenu fixe, car les prix de ces derniers s'alignent en général sur les prix des titres d'État.

La plupart des règles exposées dans le présent document visent à limiter les risques d'accaparement (voir plus loin) sur le marché primaire des titres du gouvernement canadien, comme cela s'est produit aux États-Unis en 1990 et en 1991 sur le marché des bons du Trésor<sup>1</sup>. Par exemple, il n'existe pas, dans les règles en vigueur à l'heure actuelle au Canada, de plafond effectif des achats que les distributeurs initiaux peuvent effectuer aux adjudications, parce que l'on ne déduit pas les positions acheteur nettes avant émission des limites des soumissions. Des problèmes similaires se posent, parce qu'il n'existe pas de limites aux ordres d'achat que les clients peuvent donner aux distributeurs initiaux au moment des adjudications. Il est donc possible pour un opérateur d'accaparer le stock d'un titre à une adjudication et de soustraire ce titre du marché une fois l'adjudication terminée. Ce genre d'opérations est de nature à réduire la participation des mainteneurs de marché et de leurs clients au marché des bons du Trésor et des obligations du gouvernement canadien. Il se pourrait également que, par suite des réductions prévues de la taille des adjudications de bons du Trésor et d'obligations, il soit relativement plus facile aux distributeurs initiaux ou à leurs clients de prendre des positions qui auraient des répercussions sur les prix des titres d'État à une adjudication et d'influencer ou de contrôler de manière excessive l'offre des titres adjudés.

Le document de travail ne s'attache qu'aux préoccupations relatives au processus d'adjudication, à l'égard duquel le gouvernement a une responsabilité claire et directe. Il ne propose pas de mesures pour faire face aux accaparements sur le marché secondaire, dont la responsabilité est partagée entre un grand nombre d'opérateurs, notamment le gouvernement, les mainteneurs de marché, les investisseurs et les organismes de réglementation. Tous les intervenants devront collaborer afin que le marché des titres du gouvernement canadien fonctionne adéquatement. À cet égard, le présent document aborde les questions de nature plus générale liées aux accaparements.

---

1. U.S. Department of the Treasury, et autres, "Joint Report on the Government Securities Market", U.S. Government Printing Office (janvier 1992).

## 1.1 Le processus d'adjudication actuel

Sans être identique, les processus d'adjudication des bons du Trésor et des obligations du gouvernement canadien présentent de grandes ressemblances<sup>2</sup>. Dans le cas des bons du Trésor, l'appel d'offres, dans lequel est indiqué le montant des titres mis aux enchères, est annoncé une semaine à l'avance, au moment où sont publiés les résultats de l'adjudication de la semaine en cours. La distribution de ces titres commence alors, les distributeurs initiaux et leurs clients négociant les contrats d'achat ou de vente des titres sur le marché appelé sous le nom de «marché des titres négociés avant émission»<sup>3</sup>. Par ces contrats, les parties s'engagent à acheter ou à vendre, à la date du règlement des titres à adjuger et à un prix convenu, un certain montant des titres dont l'émission est annoncée. Le marché des titres négociés avant émission fournit aux investisseurs de précieux renseignements sur les prix auxquels les opérateurs s'attendent à écouler les titres en voie d'être émis.

Le jour de l'adjudication des bons du Trésor (normalement le mardi), les distributeurs initiaux présentent leurs soumissions à la Banque du Canada au plus tard à 12 h 30. Avant l'adjudication, les clients peuvent donner aux distributeurs initiaux, dans les limites établies, des ordres que ces derniers s'engagent à exécuter à un prix donné. Les clients peuvent donner des ordres de ce type à autant de distributeurs initiaux qu'ils le désirent. Chaque distributeur initial peut présenter autant d'offres concurrentielles qu'il désire, une seule offre non concurrentielle ou les deux. Les offres sont classées par ordre décroissant de rendement; elles sont acceptées par ordre croissant jusqu'à l'adjudication de toute l'émission, sous réserve des limites des soumissions individuelles applicables aux distributeurs initiaux. Les lots de titres adjugés aux divers soumissionnaires sont annoncés à 13 h 15.

- 
2. On trouvera une vue d'ensemble du fonctionnement des marchés de titres du gouvernement canadien dans Kevin Fetting, «Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien et son rôle dans la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada* (printemps 1994) et dans Andrew Branion, «Le marché des obligations du gouvernement canadien depuis 1980», *Revue de la Banque du Canada* (automne 1995). Voir également «Modifications apportées aux dispositions administratives relatives à l'adjudication des titres du gouvernement canadien», *Revue de la Banque du Canada* (été 1996).
  3. Voir D. Graham Pugh, «Note technique : Le marché des bons du Trésor du gouvernement canadien négociés avant émission», *Revue de la Banque du Canada* (novembre 1992).

En ce qui a trait aux adjudications d'obligations, l'appel d'offres est généralement publié un jeudi après-midi, et l'adjudication a lieu le mercredi suivant. Sur le marché obligataire, les négociations avant émission commencent après la publication de l'appel d'offres et se terminent à l'heure prévue pour le dépôt des soumissions. Le règlement et la livraison des titres s'effectuent habituellement le 1<sup>er</sup> ou le 15 du mois (ou le jour ouvrable suivant).

## 1.2 Les accaparements aux adjudications

La principale préoccupation dont traite le présent document est le risque que le processus d'adjudication soit utilisé dans le but d'«accaparer» le marché d'un titre d'État. Cette situation se produit généralement lorsque des opérateurs concluent des contrats en vue de livrer un titre à une date donnée, mais se trouvent par la suite dans l'impossibilité d'acheter ou d'emprunter ces titres pour les livrer à la date prévue et à un prix proche de celui qui était stipulé dans les contrats, ce parce qu'un investisseur final, un courtier ou un groupe d'opérateurs en détient l'intégralité du stock. Il est souvent très coûteux pour ceux qui se trouvent dans cette situation d'honorer leurs engagements contractuels.

L'accaparement entraîne une forte baisse du taux des opérations de pension sur le titre concerné par rapport aux taux du marché servis sur des prêts assortis d'échéances ou ayant un risque de crédit similaire<sup>4</sup>. Dans une telle situation, le titre est dit «en spécial» sur le marché des pensions. Il importe de remarquer qu'au fur et à mesure de l'évolution de l'offre et de la demande d'un titre donné, il n'est pas inhabituel de constater que l'attrait particulier qu'il exerce varie indépendamment des tentatives de manipulation. Toutefois, les présentes propositions ne concernent pas ce dernier type de situation.

Les conséquences négatives des accaparements touchent tous les opérateurs. Les distributeurs initiaux, comme groupe, ont tendance à essayer des pertes parce qu'ils distribuent les titres aux investisseurs avant l'adjudication par l'entremise des contrats avant émission. Une

---

4. Voir Ron Morrow, «Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada», *Revue de la Banque du Canada* (hiver 1994-1995) et Darrell Duffie, «Special Repo Rates», *Journal of Finance* (juin 1996, vol. LI, n° 2), pages 493-526.

situation d'accaparement en particulier peut toucher ou non un distributeur initial donné en fonction du volume des contrats avant émission qu'il aura vendus et de l'ampleur des soumissions qu'il aura faites pour couvrir sa position. Toutefois, au fil du temps, cet opérateur essuyera constamment des pertes parce que, compte tenu de son rôle dans le processus de distribution des titres, il doit vendre des titres qu'il n'a pas.

Étant donné que la plupart ne vendent pas à découvert, les investisseurs ressentent indirectement les effets négatifs des accaparements, mais il est clair que ceux-ci leur nuisent à long terme. L'effet indirect d'accaparements persistants est que les distributeurs initiaux hésitent plus à conclure des opérations avant émission, ce qui nuit davantage à la liquidité du marché et fait en sorte qu'il est plus difficile pour les investisseurs d'être sûrs que la valeur des titres à adjuger par rapport à celle d'autres instruments comparables est juste. À plus long terme, les investisseurs découvriront que les accaparements non seulement nuisent à la liquidité du marché des contrats avant émission, mais qu'ils entraînent aussi la baisse de la liquidité des titres de dette dont les prix sont établis en référence aux titres de dette du gouvernement, par exemple les titres d'emprunt des provinces et des sociétés privées. La liquidité d'autres marchés de titre de dette peut être touchée parce qu'il serait plus risqué pour les courtiers de prendre des positions vendeur sur les titres du gouvernement canadien récemment émis dans le but de couvrir des positions acheteur sur des titres des provinces ou des sociétés privées (pratique courante de couverture du risque), s'ils croient que le marché des titres d'État est sujet à des manipulations.

Les accaparements touchent également le public, en ce sens que le marché des titres d'État est susceptible de devenir moins liquide et moins efficient, ce qui signifie que le coût d'emprunt augmentera. Cela peut donner lieu à des hausses d'impôt, à des réductions des dépenses au titre des programmes gouvernementaux ou à une aggravation des déficits publics.

Les conséquences des accaparements pour le marché des titres d'État sont clairement plus étendues que la simple question de savoir quel groupe d'opérateurs enregistre des gains ou accuse des pertes à court terme. Les accaparements, ou même la perception d'une possibilité de



manipulation, peuvent avoir des effets dommageables à long terme sur la structure du marché. Les exemples ci-dessous montrent que les accaparements sont de plus en plus fréquents aux adjudications et qu'il est probable que cette tendance se poursuive, et peut-être même s'accroisse, en l'absence de modifications aux règles régissant les adjudications.

La peur de l'accaparement limite probablement le volume des opérations avant émission, ce qui a pour effet de perturber le processus de découverte des prix des titres en voie d'être émis. Au Canada, les opérations avant émission sont assez faibles et ont tendance à avoir surtout lieu dans la période précédant immédiatement la tenue de l'adjudication. Cet état de choses est confirmé par la comparaison, présentée au Tableau 1, entre les ratios canadien et américain du volume des obligations négociées avant émission par rapport à la valeur brute des nouvelles émissions obligataires. Les données de ce tableau indiquent qu'il se négocie au moins quatre fois plus d'obligations avant émission aux États-Unis qu'au Canada<sup>5</sup>. Cette différence peut s'expliquer en partie par le volume des obligations émises en dollars É.-U. par des étrangers qui se couvrent en achetant ou en vendant des contrats de bons du Trésor et d'obligations du gouvernement américain avant émission. Dans les deux pays toutefois, la proportion des opérations conclues sur le marché secondaire par rapport au stock des titres en circulation est assez semblable. Cela donne à penser que le risque d'accaparement freine peut-être les opérations sur titres avant émission au Canada.

---

5. Les données canadiennes des opérations avant émission couvrent la période allant jusqu'à la demi-heure précédant l'heure limite fixée pour le dépôt des soumissions, tandis que les données américaines s'arrêtent à la veille de l'adjudication. Le volume des opérations avant l'émission est d'habitude assez élevé le jour de l'adjudication. Ces données sous-estiment donc la différence entre les ratios.

## Tableau 1

### **Volume comparé des opérations sur obligations avant émission au Canada et aux États-Unis** (ratio des contrats négociés avant émission aux nouvelles émissions brutes)

	<u>Canada</u>	<u>États-Unis</u>
Juillet 1994 - Novembre 1995	0,7	3,0

Sources : Nouvelles émissions brutes d'obligations du gouvernement canadien et volume de l'activité du marché avant émission; nouvelles émissions brutes d'obligations et de bons du Trésor aux États-Unis; Bulletin du ministère américain du Trésor; Tableaux PO2 et PO3; opérations des distributeurs initiaux sur le marché avant émission des billets et bons du Trésor américain, Banque fédérale de réserve de New York. Il existe des données comparables pour la période comprise entre juillet 1994 et novembre 1995.

Les résultats empiriques d'un rapport récent préparé par Paul Halpern permettent de croire que les accaparements touchent toutes les échéances des émissions de bons du Trésor<sup>6</sup>. Pour atténuer le problème des accaparements, l'auteur recommande de soustraire, au moment de calculer la proportion maximum de l'emprunt susceptible d'être adjudgée à chaque soumissionnaire, la position de chacun avant émission de sa position à la date de l'adjudication. Il propose également d'envisager la réouverture des emprunts qui font l'objet d'accaparements.

Les opérateurs ont généralement fait état de cas d'accaparements visant des titres précis. Un emprunt obligataire fréquemment cité à cet égard est l'emprunt 8 % échéant le 1<sup>er</sup> juin 2023 placé à l'origine en août 1992. En plus de cet emprunt, une émission de bons du Trésor à court terme (souvent appelés «bons de gestion de trésorerie») a été accaparée le 26 juillet 1995; cet emprunt avait été réouvert le lendemain de l'adjudication. Plus récemment, un investisseur ou un groupe d'investisseurs aurait pris une importante position sur une émission de bons du Trésor à 6 mois adjudgée le 2 juillet 1996 en procédant à des achats avant l'émission auprès d'un certain nombre de courtiers. Le contrôle ainsi acquis sur cet emprunt était tel qu'il était souvent impossible d'obtenir ces titres, à quelque prix que ce soit, par des opérations de pension ou sur le

---

6. Paul Halpern, "The Treasury Bill Market: An Evaluation of Recent Initiatives", Department of Finance Debt Evaluation Program (octobre 1995).

marché secondaire. Depuis le début de juillet, on a relevé des signes persistants d'accaparement visant les émissions de bons du Trésor, les tailles des adjudications ayant baissé.

Le problème de l'accaparement pourrait s'accroître avec l'intégration plus grande de l'industrie des services financiers et l'accroissement de la taille et de la capacité d'endettement des clients des distributeurs initiaux. L'augmentation de l'importance relative des fonds de couverture, des fonds mutuels et des autres types d'instruments de trésorerie sur les marchés canadiens de titres à revenu fixe illustre bien ce point. Compte tenu de leurs grands moyens financiers et de leur grande capacité d'endettement, certains investisseurs sont en mesure de prendre une très forte position sur un titre à adjuger en intervenant sur le marché avant émission et ils peuvent, en même temps, effectuer des achats illimités à l'adjudication en transmettant des ordres avant l'adjudication à divers distributeurs initiaux, ce, dans la mesure où les distributeurs respectent leur propre limite du moment. Le risque de se faire «piéger» par des investisseurs qui ont recours à ce type de stratégie pourrait susciter chez les distributeurs initiaux et d'autres opérateurs une réticence croissante à participer à la distribution des titres du gouvernement canadien avant l'adjudication.

Le plan exposé dans le présent document vise à modérer certains aspects des règles régissant les adjudications qui, par leur nature, donnent aux distributeurs initiaux et à leurs clients la possibilité de créer des situations d'accaparement. Les modifications proposées aux règles applicables aux adjudications sont dictées par la nouvelle donne sur le marché des titres d'État et par la nécessité de fournir une fois de plus à tous les distributeurs initiaux et investisseurs finals et au public en général l'assurance que le processus est équitable et que le marché des titres de dette du gouvernement canadien n'est pas sujet à des manipulations. À cet égard, on estime que les propositions présentées offrent une solution satisfaisante au problème et imposent le fardeau administratif le moins lourd aux opérateurs. En plus des nouvelles règles, il peut s'avérer souhaitable d'accroître les normes d'auto-réglementation. Le gouvernement aimerait recevoir le point de vue des milieux concernés à cet égard.

### **1.3 Les accaparements sur les marchés primaire et secondaire des titres du gouvernement canadien**

Il peut y avoir accaparement à la fois sur le marché primaire et sur le marché secondaire des titres du gouvernement canadien. Comme il a déjà été mentionné, les titres peuvent se trouver «en spécial» sur le marché des pensions simplement à cause d'activités commerciales normales ou de déséquilibres entre l'offre et la demande. Toutefois, l'attrait particulier d'un titre peut augmenter sous l'effet d'une manipulation. Ce genre de situation peut nuire aux opérateurs. La responsabilité directe du gouvernement est de prévenir les cas d'accaparement au moment où les titres sont mis en adjudication. Pour ce faire, les propositions avancées dans le présent document tiennent compte d'importantes positions acheteurs nettes prises pour l'adjudication. Cependant, les accaparements résultant d'importantes positions acheteur nettes prises avant et après les adjudications sont la responsabilité de l'ensemble des opérateurs.

L'établissement de règles peut améliorer l'efficacité de la distribution initiale des titres, mais ne contribuerait probablement pas aussi bien à prévenir les accaparements sur le marché secondaire. Cela est dû au fait que, même s'il existe de nombreux signes indiquant la possibilité d'un accaparement sur le marché secondaire (par exemple, le montant du titre et le volume de l'activité contrôlés par un opérateur en particulier, le taux des pensions visant le titre concerné), il n'y a pas de moyen sûr permettant de savoir qu'un accaparement est en cours. Ainsi, une simple série de règles peut s'avérer contre-productive, en ce sens qu'elle pourrait réduire l'activité globale sur le marché des titres d'État. L'auto-réglementation, avec peut-être un certain soutien législatif, et la déclaration d'importantes positions (comme c'est le cas sur le marché boursier) peut contribuer à régler ce problème complexe. En outre, le gouvernement peut réouvrir les émissions pour atténuer les pressions, mais cela pourrait avoir des conséquences négatives pour la distribution générale des titres. Les agents agréés de la Banque du Canada et le Comité des marchés des capitaux de l'ACCOVAM ont formé récemment un sous-comité chargé d'étudier cette question et d'autres questions qui se posent de plus en plus concernant les opérations sur les marchés financiers. Le gouvernement soutient les efforts faits en ce sens par les opérateurs et entend collaborer avec eux.

## **2 Modifications des règles et procédures applicables aux adjudications**

Cette section expose les révisions précises proposées (l'encadré 1 en donne un résumé). Les changements proposés concernent notamment les procédures liées à la présentation des soumissions, le règlement des opérations, la définition du soumissionnaire, les procédures de vérification et d'homologation, ainsi que le calcul des limites de soumission. On propose que des limites soient imposées aux soumissions faites par les distributeurs initiaux. Les sanctions prévues pour non-respect des modalités des adjudications sont également indiquées.

### **2.1 Le dépôt des soumissions et le règlement des titres**

- Dépôt des soumissions. Les distributeurs initiaux soumettront à la Banque du Canada des soumissions distinctes et détaillées pour leur propre compte et pour le compte d'autres soumissionnaires (leurs clients). Les clients sont habilités à présenter des soumissions par l'entremise des distributeurs initiaux, mais seuls ces derniers sont autorisés à soumissionner directement auprès de la Banque du Canada.
- Règlement des titres. La Banque du Canada vendra ses titres directement aux i) distributeurs initiaux et à ii) d'autres soumissionnaires (les clients). Tous les achats de titres sont réglés par l'entremise du Système de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs conformément aux usages normaux dans le secteur. Les soumissionnaires seront tenus de déposer les instructions relatives au règlement avant l'adjudication<sup>7</sup>. La Banque du Canada transmettra les instructions relatives au règlement à la SECTEM une fois publiés les résultats de l'adjudication.
- Chaque soumissionnaire, qu'il s'agisse d'un distributeur initial ou d'un client, aura un numéro de compte distinct à la Banque du Canada.

---

7. Les soumissionnaires autres que les distributeurs initiaux pourront être tenus d'avoir une marge de crédit chez l'agent de règlement pour garantir la disponibilité des fonds nécessaires au règlement.

### *Commentaires*

L'obligation de communiquer à la Banque du Canada l'identité des opérateurs participant à l'adjudication vise à donner aux soumissionnaires, et aussi à l'émetteur, l'assurance qu'aucune personne ou groupe de personnes ne pose d'actes susceptibles d'être considérés comme des manipulations ou des manoeuvres susceptibles de porter atteinte à l'intégrité de l'adjudication. L'identité des soumissionnaires individuels sera traitée par la Banque comme un renseignement confidentiel, sauf en cas de violation des règles.

La Banque du Canada recommande que le règlement des titres adjugés s'effectue directement avec les distributeurs initiaux et avec les autres soumissionnaires de sorte que ces deux catégories d'opérateurs soient clairement identifiés comme des acheteurs de titres aux adjudications.

## Encadré 1

### Résumé des modifications proposées aux règles régissant les adjudications\*

Le présent projet de modification des règles et de la procédure applicables aux adjudications vise à trouver une solution aux problèmes exposés précédemment. Les principaux éléments nouveaux qui seraient incorporés aux modalités des adjudications de bons du Trésor et d'obligations sont exposés ci-après :

- Les clients des distributeurs initiaux seront habilités à participer aux adjudications en présentant des soumissions par l'entremise de ces derniers. Seuls les distributeurs initiaux seront autorisés à présenter des soumissions pour le compte d'autres investisseurs.
- Les distributeurs initiaux (soumissionnaires) présenteront des soumissions distinctes pour leur propre compte et pour le compte d'autres soumissionnaires (les clients des distributeurs initiaux).
- Des limites de soumission distinctes seront fixées pour les distributeurs initiaux et pour leurs clients.
- Les ventes de titres se feront directement par la Banque du Canada aux i) distributeurs initiaux, ii) à d'autres soumissionnaires (clients) et elles seront réglées par un transfert de titres de la Banque du Canada au Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM).
- Les distributeurs initiaux déclareront leurs positions globales acheteur ou vendeur nettes à la Banque du Canada au moment de présenter leurs soumissions.
- Les clients déclareront leurs positions globales acheteur ou vendeur nettes ou bien à la Banque du Canada ou bien à un distributeur initial qui va présenter des soumissions à la Banque au nom de ces derniers lorsque le total des soumissions augmenté de la valeur absolue de leur position acheteur ou vendeur nette sur le titre à adjuger est égal ou supérieur à 100 millions de dollars.
- La limite de soumission à une adjudication pour le compte «propre» d'un distributeur initial sera égale à la limite de soumission maximale de ce distributeur diminuée de sa position acheteur nette dépassant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant du titre à adjuger. Inversement, toute position vendeur nette sera ajoutée à la limite de soumission jusqu'à concurrence de 10 % du montant à adjuger. Les soumissions des clients ne seront pas déduites des limites de soumission des distributeurs initiaux.
- La limite de soumission d'un client sera égale à sa limite de soumission diminuée de sa position acheteur nette dépassant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant du titre à adjuger. Inversement, toute position vendeur nette sera ajoutée à la limite de soumission jusqu'à concurrence de 10 % du montant à adjuger.
- Les limites de soumission individuelles peuvent être fixées de manière discrétionnaire par la Banque du Canada en deçà du maximum.
- Le montant global maximum des soumissions qu'un distributeur initial est habilité à présenter pour le compte de l'ensemble de ses clients sera égal au produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant des titres à adjuger.
- Les clients des distributeurs initiaux devront veiller à ce que le total des soumissions qu'ils présentent par l'entremise des distributeurs initiaux ne dépasse pas les limites qui leur sont assignées.
- Tous les soumissionnaires devront attester chaque année que les renseignements qu'ils fournissent à la Banque du Canada sont exacts. Les clients remettront à la Banque du Canada une confirmation écrite de leurs opérations.
- La Banque du Canada procédera de manière discrétionnaire à des vérifications au hasard des soumissions présentées par les distributeurs initiaux pour le compte de leurs clients.
- Les sanctions découlant du non-respect des modalités des adjudications sont exposées à la section 2.5.

La Banque du Canada intensifiera la surveillance qu'elle exerce sur les opérations avant émission sur titres du gouvernement canadien et sur les opérations sur titres nouvellement émis. Les distributeurs initiaux pourront être invités à fournir de temps à autre à la Banque du Canada des rapports détaillés sur les transactions portant sur des titres spécifiques, ce qui permettrait de mieux comprendre pourquoi certains titres se négocient à des prix supérieurs à leur valeur fondamentale. Il y a lieu de noter que le gouvernement canadien dispose des pouvoirs nécessaires pour émettre, à n'importe quel moment, de nouveaux titres identiques, même si on ne parvient pas à établir clairement une situation d'accaparement.

---

\* Voir l'Annexe 1 pour les définitions des personnes morales participant aux adjudications.

## 2.2 La définition du soumissionnaire

- Définition du soumissionnaire. Les établissements entre lesquels n'existe aucun lien de dépendance seront chacun considérés comme étant des soumissionnaires<sup>8</sup>. Pour être identifiés comme des soumissionnaires distincts, les établissements appartenant à la même organisation doivent certifier qu'ils n'effectuent aucun échange de renseignements sur les rendements, les montants, les positions qu'ils détiennent ou envisagent de détenir ni sur les stratégies d'investissement qu'ils appliquent à l'occasion de l'adjudication des titres concernés. De plus, les établissements intéressés doivent s'engager à ne pas intervenir intentionnellement, de quelque façon que ce soit, conjointement avec une autre entité quelconque de la société à laquelle ils appartiennent dans la formulation ou la présentation de soumissions à l'adjudication.

### *Commentaires*

L'intégration de plus en plus grande des opérations de trésorerie des banques avec celles des distributeurs initiaux qui sont des établissements appartenant aux banques a soulevé la question de savoir si les services des opérations hors bilan et les autres services d'opérations sur les marchés au sein de firmes seront habilités à présenter des soumissions par l'entremise des services des titres du marché au comptant et des obligations d'autres distributeurs initiaux. La nouvelle définition du soumissionnaire vise à éliminer l'ambiguïté de la situation actuelle. Elle s'applique également aux sociétés, associations, organismes parapublics, banques centrales étrangères (ainsi qu'aux gouvernements des États étrangers et aux organisations internationales), aux fiducies ou successions fiduciaires, aux personnes physiques et à toutes les autres catégories de soumissionnaires non décrites ici. L'élargissement de la règle à d'autres types de soumissionnaires vise à limiter la possibilité que des établissements entre lesquels existent des liens agissent conjointement dans le but de manipuler les adjudications.

---

8. On trouvera à l'annexe 2 la définition que le Trésor américain donne d'un soumissionnaire. Une définition adaptée au cadre juridique canadien sera élaborée pour les fins des adjudications de titres du gouvernement canadien.



### **2.3 L'homologation et la vérification des soumissions**

- Attestation de conformité. Les distributeurs initiaux et les autres soumissionnaires doivent certifier que les renseignements qu'ils fournissent sont exacts. Les attestations produites à cet égard doivent être envoyées chaque année par les services de vérification interne des distributeurs initiaux et de leurs clients.
- Confirmation du client. Tout client dont la soumission est acceptée doit fournir à la Banque du Canada au plus tard à 10 h (heure normale de l'Est) le lendemain de la soumission une confirmation écrite de 1) sa soumission, 2) du montant qui lui a été adjugé, 3) de sa position acheteur ou vendeur nette avant l'adjudication. Les distributeurs initiaux seront chargés d'informer leurs clients des exigences relatives à la déclaration des positions acheteur ou vendeur nettes lorsque ceux-ci donnent des ordres de 50 millions de dollars ou plus.
- Notification des montants attribués. Il incombera aux distributeurs initiaux d'informer leurs clients des montants attribués, une fois l'adjudication terminée.
- Vérification par sondage. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard des soumissions présentées par les clients par l'entremise des distributeurs initiaux. De plus, toutes les soumissions des clients supérieures ou égales à 200 millions de dollars qui auront été acceptées seront confirmées par téléphone avant le règlement.

#### *Commentaires*

Les attestations d'exactitude des renseignements relatifs aux adjudications visent à donner l'assurance, par une source qui ne participe pas directement à la négociation ni à la distribution des titres du gouvernement canadien, que les règles des adjudications sont respectées. L'obligation de fournir des attestations devrait constituer un fardeau administratif minime pour les soumissionnaires, l'attestation devant être préparée après les opérations annuelles normales de vérification des distributeurs initiaux et des autres soumissionnaires.

Les confirmations données par les soumissionnaires et les vérifications menées par la Banque du Canada contribueront à garantir la validité des soumissions présentées. Les

distributeurs initiaux ne devront aviser leurs clients des exigences en matière de déclaration des positions acheteur ou vendeur nettes que lorsque ceux-ci placent des commandes de 50 millions de dollars ou plus, ce pour éviter d'alourdir le fardeau administratif lié aux ordres visant des montants relativement petits. Les confirmations par téléphone et par écrit des transactions sont conformes aux meilleures pratiques de gestion des risques.

#### *Questions*

- Les commentateurs peuvent-ils fournir des estimations du temps et du coût qu'entraînera la préparation des attestations de conformité?
- Le montant de 50 millions de dollars à partir duquel les distributeurs initiaux doivent aviser leurs clients de l'obligation qu'ils ont de donner leur position acheteur ou vendeur nette est-il trop élevé ou trop bas?

## **2.4 Les limites de soumission**

- Position acheteur nette. La position acheteur ou vendeur nette de tout soumissionnaire comprendra la position au comptant en valeur nominale des 1) titres portant le même numéro international d'identification des valeurs mobilières (ISIN), 2) les positions sur le marché avant émission, 3) les contrats à terme d'instruments financiers comportant la livraison du titre précis mis en adjudication (exception faite des contrats où le titre en adjudication n'est pas le seul susceptible d'être livré et de ceux dont le règlement doit s'effectuer au comptant, 4) les contrats à terme de gré à gré et 5) toute position sur le titre adjudgé non couverte par les types de contrats mentionnés ci-dessus, opérations «garanties» comprises.

Les distributeurs initiaux déclareront l'ensemble de leur position acheteur ou vendeur globale nette au moment de présenter leurs soumissions à la Banque du Canada. Les autres soumissionnaires déclareront leur position globale nette soit directement à la Banque du Canada, soit à tout distributeur initial qui fera les soumissions en leur nom, lorsque l'ensemble de leurs soumissions et de la valeur absolue de leur position acheteur ou vendeur nette sur le titre en

adjudication est égale ou supérieure à 100 millions de dollars. Les dates auxquelles les clients devront déclarer leur position acheteur nette ainsi que la méthode de déclaration n'ont pas encore été fixées. La possibilité que les clients transmettent ces renseignements directement par voie électronique sera examinée par la Banque du Canada.

Si un soumissionnaire (un conseiller en placements par exemple) a le contrôle (grâce à une relation comportant un lien de dépendance) des positions acheteur ou vendeur nettes ou des soumissions d'une ou de plusieurs personnes ou entités, il devra déclarer une position acheteur nette globale qui comprendra sa propre position acheteur ou vendeur nette et les autres positions acheteur ou vendeur nettes qu'il contrôle. La personne ou l'entité exerçant le contrôle indiquera le nom de chaque personne ou entité au nom de laquelle il présente des soumissions à l'adjudication.

#### *Commentaires*

On s'attend à ce que les distributeurs initiaux déclarent par voie électronique leur position globale nette (acheteur ou vendeur) au moment de présenter leurs soumissions à la Banque du Canada. Les autres soumissionnaires auront la possibilité de déclarer leur position nette (acheteur ou vendeur) directement à la Banque du Canada de sorte qu'ils ne seront pas tenus de révéler à des tiers les titres qu'ils possèdent. On prévoit que les clients auront également la possibilité de choisir de déclarer une position nette (acheteur ou vendeur) par l'entremise d'un distributeur initial. Dans ce cas, la position nette (acheteur ou vendeur) serait communiquée par voie électronique à la Banque du Canada au moment de la présentation de la soumission du client par le distributeur initial. En exigeant que les autres soumissionnaires ne déclarent leur position que lorsqu'elle atteint ou dépasse 100 millions de dollars, on cherche à réduire le fardeau administratif imposé aux soumissionnaires plus petits.

Selon les pratiques actuelles de gestion du risque, les participants ne devraient pas avoir de difficulté à communiquer leur position globale nette (acheteur ou vendeur) au moment de la présentation des soumissions. De nombreux distributeurs initiaux effectuent des opérations d'un bout à l'autre de la planète et ils ont investi massivement dans la technologie afin de pouvoir

communiquer en temps réel à leurs établissements le niveau global des risques auxquels ils sont exposés par type de titre et par mouvement de trésorerie. Dans certains cas, il sera peut-être nécessaire de recueillir manuellement les renseignements demandés, mais cela devrait surtout se faire avec les plus petits opérateurs, qui soumissionnent d'ailleurs moins souvent. En tout état de cause, un certain délai sera accordé aux soumissionnaires pour qu'ils s'adaptent aux nouvelles modalités et puissent modifier au besoin leurs politiques et leurs méthodes de travail.

La nécessité d'établir des positions globales acheteur ou vendeur nettes contrôlées par un même soumissionnaire découle de l'idée qu'il ne doit exister aucun lien de dépendance entre diverses entités pour qu'elles puissent être considérées comme distinctes dans le cadre des présentes directives. Le regroupement des données vise à empêcher qu'un seul soumissionnaire exerce une influence indue sur les adjudications.

#### *Question*

- Les commentateurs jugent-ils approprié le seuil de 100 millions de dollars au-delà duquel les clients doivent déclarer leurs positions?
- Limites de soumission des distributeurs initiaux. Le montant de la soumission qu'un distributeur initial sera habilité à présenter pour son propre compte sera égal au produit du pourcentage de sa limite de soumission (exprimé en fraction) par le montant des titres mis en adjudication (par tranche), déduction faite de l'ensemble de sa position acheteur nette (par tranche) dépassant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant du titre à adjuger. Le distributeur initial qui a une position vendeur nette sera autorisé à présenter une soumission égale i) au produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant des titres mis en adjudication, majoré ii) du moins élevé des deux montants suivants : le montant de sa position vendeur nette ou 10 % de la valeur des titres mis en adjudication.

Selon le système en vigueur, la limite maximum des soumissions qu'un distributeur initial peut présenter pour son propre compte sera respectivement de 33 1/3 % et de 20 % de la valeur des bons du Trésor ou des obligations mis en adjudication (par tranche) diminué ou majoré, selon le cas, de sa position acheteur ou vendeur nette dépassant le produit du

pourcentage de sa limite de soumission par le montant du titre à adjuger. Des limites de soumission individuelles peuvent être fixées en dessous de ce plafond de manière discrétionnaire par la Banque du Canada. (L'encadré 2 fournit quelques exemples illustrant les conséquences que les règles proposées auraient sur les limites de soumission maximales des distributeurs initiaux.)

### *Commentaires*

Les distributeurs initiaux peuvent maintenant présenter des soumissions jusqu'à concurrence de 33 1/3 % de chaque tranche de bons du Trésor mis en adjudication. Dans le cas des obligations du gouvernement canadien, le pourcentage varie selon les distributeurs initiaux et en fonction de l'importance relative des opérations qu'ils effectuent sur les marchés primaire et secondaire de ces titres. Par exemple, les courtiers agréés par la Banque du Canada peuvent soumissionner à concurrence de 20 % des obligations classiques mises en adjudication<sup>9</sup>. Sous le régime actuel, les distributeurs initiaux parviennent à satisfaire, dans leurs limites de soumission, leurs propres besoins de titres et exécuter tous les ordres reçus de leurs clients avant l'adjudication. Cependant, les limites de soumission actuelles n'empêchent pas qu'un distributeur initial puisse posséder l'intégralité (ou plus) du montant mis en adjudication en achetant des contrats de titres avant l'adjudication. De fait, bien qu'on ait fixé un plafond au montant qui peut être adjugé aux distributeurs initiaux, ceux-ci peuvent en toute légitimité conclure des opérations avant l'adjudication et présenter à l'adjudication des soumissions qui leur donneront le contrôle de l'intégralité du stock d'un titre du gouvernement en circulation.

---

9. La soumission maximale est de 25 % dans le cas des adjudications d'obligations à rendement réel.

## Encadré 2

### Limites de soumission pour compte propre en vertu des règles proposées

Les conséquences des règles proposées en ce qui concerne les limites de soumission sont illustrées ci-dessous à l'aide de plusieurs exemples.

Supposons que l'encours d'une émission obligataire est de 5,0 milliards de \$ et que le gouvernement met aux enchères un montant supplémentaire de 2,0 milliards. Supposons en outre que la limite de soumission pour compte propre du distributeur initial est de 20 %.

#### Exemple 1

- Le distributeur initial a une position acheteur nette de 1,0 milliard de \$.
- La soumission maximale qu'il pourra faire pour son propre compte sera de 0,4 milliard de \$.

	(a)	0,2 X 2,0 milliards de \$	= 0,4 milliard de \$
moins	(b)	1,0 milliard de \$ - (0,2 X 5,0 milliards de \$)	= <u>0,0 milliard de \$</u>
égale	(c)		= 0,4 milliard de \$

#### Exemple 2

- Le distributeur initial a une position acheteur nette de 1,2 milliard de \$.
- La soumission maximale qu'il pourra faire pour son propre compte sera de 0,2 milliard de \$.

	(a)	0,2 X 2,0 milliards de \$	= 0,4 milliard de \$
moins	(b)	1,2 milliard de \$ - (0,2 X 5,0 milliards de \$)	= <u>0,2 milliard de \$</u>
égale	(c)		= 0,2 milliard de \$

#### Exemple 3

- Le distributeur initial a une position acheteur nette de 1,4 milliard de \$.
- Le distributeur initial ne peut présenter de soumission pour son propre compte.

	(a)	0,2 X 2,0 milliards de \$	= 0,4 milliard de \$
moins	(b)	1,4 milliard de \$ - (0,2 X 5,0 milliards de \$)	= <u>0,4 milliard de \$</u>
égale	(c)		= 0,0 milliard de \$

#### Exemple 4

- Le distributeur initial a une position vendeur nette de 0,25 milliard de \$.
- La soumission maximale qu'il pourra faire pour son propre compte sera de 0,6 milliard de \$.

	(a)	0,2 X 2,0 milliards de \$	= 0,4 milliard de \$
plus	(b)	0,1 X 2,0 milliards de \$	= <u>0,2 milliard de \$</u>
égale	(c)		= 0,6 milliard de \$

En réduisant la soumission qu'un distributeur initial peut présenter à une adjudication de la différence positive entre la position acheteur nette et le montant des titres qu'un distributeur initial pourrait avoir obtenus aux adjudications précédentes, les nouvelles modalités visent à restreindre les possibilités d'effectuer ce type d'opération. Si, avant une adjudication, un distributeur initial a une position acheteur nette équivalant à sa limite de soumission maximum majorée du montant maximum cumulatif des titres qu'il pourrait avoir obtenus aux adjudications précédentes, il ne pourra pas soumissionner pour son propre compte à l'adjudication.

L'expérience passée montre que les situations de ce type ne se produisent pas souvent, mais elles se sont toutefois produites à l'occasion et elles sont fondamentalement incompatibles avec un processus d'adjudication sain et avec le bon fonctionnement du marché des titres du gouvernement canadien. En permettant à un distributeur initial de détenir des titres payés à concurrence du montant maximum cumulatif obtenu aux adjudications passées avant que ne soit réduite la limite de soumission pour l'adjudication courante, les nouvelles modalités visent à tenir compte du cas où un gestionnaire de portefeuille voudrait avoir la propriété des titres qu'il détient à titre d'investisseur final.

Il est proposé dans le document de permettre à tout distributeur initial d'ajouter, jusqu'à concurrence de 10 % du montant des titres mis en adjudication, une position vendeur nette à sa limite de soumission, ce dans le but d'encourager la distribution de titres avant l'adjudication. Si l'on ne permet pas aux distributeurs initiaux de compenser dans une certaine mesure leur position vendeur nette, ils auront moins de possibilités de conclure des opérations pour leur propre compte. Les nouvelles propositions devraient permettre d'accroître le volume des opérations effectuées par les distributeurs initiaux pour compte propre, car ils ne seront plus tenus de déduire de leurs propres limites de soumission les montants des ordres reçus de leurs clients avant l'adjudication.

Une autre possibilité, que les intéressés sont invités à commenter, consisterait à abaisser la limite maximale des soumissions présentées pour les bons du Trésor, établie à 33 1/3 % du montant des titres mis en adjudication, déduction faite de toute position acheteur, afin de diminuer le risque que l'intégralité des bons soit détenue par seulement trois opérateurs.

L'abaissement de cette limite signifierait que quelques opérateurs, qui dans le passé ont toujours acheté de gros volumes de bons du Trésor aux adjudications, devraient accroître leurs opérations sur le marché des titres avant émission ou acheter les bons du Trésor sur le marché secondaire après l'adjudication. Ainsi, un abaissement de la limite pourrait accroître la transparence du mode d'établissement des prix sur le marché des bons du Trésor, car la demande fondamentale pour ces titres deviendrait plus évidente dans les opérations conclues avant l'adjudication et dans celles effectuées par la suite sur le marché secondaire.

- Limites de soumission pour les clients. Les clients seront habilités à présenter une soumission maximale égale à 20 % du montant des obligations (33 1/3 % dans le cas des bons du Trésor) mises en adjudication (par tranche), déduction faite de leur position acheteur nette (par tranche) dépassant le produit du pourcentage de leur limite de soumission par le montant des titres mis en adjudication. Le client qui a une position vendeur nette sera autorisé à présenter une soumission égale à i) 20 % du montant des obligations (33 1/3 % dans le cas des bons du Trésor) mises en adjudication, plus ii) le moins élevé des deux montants suivants : le montant de sa position vendeur nette ou 10 % du montant des titres mis en adjudication<sup>10, 11</sup>.

#### *Commentaires*

Dans le système actuel, les clients peuvent donner des ordres d'achat ou de vente, avant l'adjudication, auprès des distributeurs initiaux qui, à leur tour, les présentent à la Banque du Canada dans le cadre de leurs propres soumissions. Ainsi, du point de vue de l'émetteur, il n'existe pas de distinction claire entre les soumissions propres du distributeur initial et celles des clients de ce dernier. En vertu des dispositions actuelles, les clients peuvent également effectuer des achats d'un montant illimité aux adjudications, car rien ne les empêche de placer des offres avant l'adjudication auprès d'autant de distributeurs initiaux qu'ils le veulent. En outre, les clients peuvent accumuler (et en fait ils le font) d'importantes positions acheteur nettes,

---

10. Comme on l'a déjà mentionné, on invite les personnes concernées à nous faire part de leur point de vue sur les limites maximales de soumission.

11. Les exemples de l'encadré 2 s'appliqueraient de la même façon aux clients.



principalement par le jeu des achats de contrats avant émission. Le fait que les clients sont en mesure d'accumuler des positions acheteur nettes et de donner des ordres d'achat ou de vente sans limite signifie qu'il peut être très difficile pour les distributeurs initiaux de déterminer jusqu'où ils devraient aller dans leurs soumissions pour couvrir les positions vendeur qu'ils ont créées par le biais de ventes avant l'adjudication. Ce type d'incertitude tend à limiter les négociations de contrats avant émission et, partant, à miner le processus de découverte des prix avant les adjudications.

Les nouvelles dispositions proposées visent à satisfaire les exigences de l'investisseur final, tout en essayant de donner à tous les investisseurs l'assurance que le processus d'adjudication est équitable et que le marché des titres du gouvernement canadien n'est pas sujet à des manipulations. Ces dispositions visent également à améliorer le processus de découverte des prix, inhérent aux négociations de contrats avant émission en atténuant le risque que de grosses soumissions inattendues faites par des clients par l'entremise de plusieurs distributeurs initiaux mettent les mainteneurs de marché dans l'impossibilité d'honorer leurs engagements contractuels.

- Montant maximal des soumissions présentées par un distributeur initial pour des clients.

Le montant maximal des soumissions qu'un distributeur initial est habilité à présenter pour le compte de l'ensemble de ses clients, en sus de ses propres soumissions, sera égal au produit du pourcentage de sa limite de soumission (exprimée en fraction) par la valeur des titres (par tranche) mis en adjudication.

#### *Commentaires*

On s'attend à ce que les distributeurs initiaux soumissionnent d'une manière raisonnablement conforme à l'ampleur de leurs opérations par rapport à la taille du marché. On s'attend aussi à ce que les distributeurs initiaux désignés par la Banque du Canada comme agents agréés maintiennent les marchés de titres du gouvernement canadien et à ce que l'ensemble de

ces négociants déposent des soumissions couvrant l'intégralité des titres offerts<sup>12</sup>. Le projet de limitation du montant global qu'un distributeur initial peut présenter pour le compte de ses clients est destiné à encourager les clients à placer des ordres auprès d'un certain nombre de distributeurs initiaux et à mettre en relief le rôle important joué par les agents agréés par la Banque du Canada, lesquels acquièrent l'intégralité des bons du Trésor et des obligations mis en adjudication et fournissent des liquidités au marché secondaire des titres<sup>13</sup>. Parallèlement, les limites des soumissions que les distributeurs initiaux peuvent présenter aux adjudications d'obligations étant un multiple des opérations moyennes réalisées par eux sur les marchés primaire et secondaire pendant un certain temps (chiffre qui est révisé de temps à autre), on ne saurait conclure que cette règle empêche les plus petits établissements d'élargir leur clientèle ou limiter la gamme des services fournis aux clients actuels.

## **2.5 Les sanctions prévues pour non-respect des modalités des adjudications**

- Généralités. Le gouvernement envisagerait d'imposer des sanctions appropriées pour le non-respect des modalités des adjudications. Parmi les sanctions envisagées, il y a l'interdiction pour les distributeurs initiaux de participer aux adjudications et la publication des sanctions. Des renseignements qui laissent croire qu'un opérateur affiche un comportement trahissant la manipulation ou la collusion seront transmis aux autorités compétentes.

### *Commentaires*

Le respect des règles régissant les adjudications et des attributions des distributeurs initiaux et des agents agréés constitue un élément clé de l'intégrité du processus d'adjudication. Sinon, le nombre d'opérateurs actifs diminuera à mesure que s'effritera la cote d'estime du

---

12. Pour de plus amples renseignements sur les responsabilités des distributeurs initiaux et des agents agréés et sur les exigences qui leur sont faites en matière de rendement, voir «Modifications apportées aux dispositions administratives relatives à l'adjudication des titres du gouvernement canadien», *Revue de la Banque du Canada* (été 1996).

13. Les limites des soumissions que peuvent présenter les courtiers agréés par la Banque du Canada aux adjudications d'obligations sont plus élevées que celles des autres distributeurs initiaux. Autrement dit, ces derniers pourront présenter un montant supérieur de soumissions pour le compte de leurs clients aux adjudications d'obligations.

processus et qu'augmentera la probabilité de lourdes pertes d'argent. Avec la taille de la dette, la participation au processus d'adjudication entraînerait au bout du compte une augmentation des coûts de financement du gouvernement.

La durée des suspensions des distributeurs initiaux et des clients dans le processus d'adjudication pourrait varier selon la gravité de l'infraction. Les suspensions devraient en soi avoir un effet dissuasif important. Toutefois, le fait de savoir qu'une suspension sera rendue publique devrait, en pratique, avoir un effet dissuasif encore plus grand en raison de l'impact que cela aura sur la réputation de l'établissement visé.

On propose que le gouvernement examine les pratiques commerciales douteuses et informe les établissements concernés avant de décider des mesures à prendre. Ces établissements auraient l'occasion d'exprimer leur propre point de vue avant que l'on détermine si oui ou non ils ont violé les règles et qu'on impose la sanction appropriée.

### **3. Surveillance du marché**

- Le marché des pensions. Les taux des cessions en pension de titres du gouvernement canadien nouvellement émis seront le principal indicateur servant à déterminer s'il y a lieu d'intensifier la surveillance pour un titre particulier<sup>14</sup>. D'autres indicateurs importants d'accaparement tenant à la manipulation seraient le montant d'un titre en circulation sous le contrôle du détenteur dominant et la part de celui-ci dans le volume des opérations sur ce titre<sup>15</sup>. Le cas échéant, 1) on demandera aux distributeurs initiaux de fournir des rapports plus détaillés sur les opérations portant sur des émissions spécifiques; 2) on déterminera si des opérations ont été conclues à l'encontre des règles qui régissent les adjudications; 3) si l'on découvre d'autres opérations douteuses, on en informera les organismes de réglementation compétents, et 4) on rouvrira un emprunt en dehors du calendrier fourni par le tableau des obligations trimestrielles et le cycle normal d'émission des bons du Trésor.

---

14. Voir Ron Morrow, *ibid.*

15. Voir Peter Fisher, "Remarks before the Money Marketeers of New York University", Banque fédérale de réserve de New York (8 octobre 1996)

- Surveillance par la Banque du Canada. La Banque du Canada se propose d'élargir la portée de l'examen qu'elle effectue des données du marché et des résultats des adjudications<sup>16</sup>. On propose que, durant la période de négociation d'un titre avant émission, les distributeurs initiaux soumettent électroniquement tous les jours un rapport sur :
  - les positions au comptant sur les titres portant le même ISIN que le titre mis en adjudication;
  - les positions avant émission sur le titre concerné, et
  - les positions de financement à terme sur tout titre portant le même ISIN que le titre à adjuger.

En plus du marché des titres avant émission, la Banque surveillera les marchés des titres nouvellement émis. Comme cela se fait normalement dans le cas des bons du Trésor, cette surveillance serait limitée aux trois emprunts les plus récents et serait identifiée pour chaque échéance par des numéros ISIN. En ce qui a trait aux obligations, cette surveillance serait limitée aux trois émissions les plus récentes (réouvertures comprises) pour chaque échéance. En effet, la Banque du Canada surveillerait une ou deux émissions spécifiques d'obligations, identifiées par un numéro ISIN, pour chaque échéance retenue comme référence. Dans ses discussions avec les distributeurs initiaux, la Banque s'attendra à ce que ces derniers divulguent toutes les opérations qu'ils effectuent dans le cadre du financement du gouvernement canadien, notamment les noms des investisseurs avec lesquels ils auront effectué des opérations de placement ou d'achat de titres.

- Texte officiel de référence Les modalités ordinaires seront modifiées de façon à autoriser les mesures et la divulgation de renseignements dont il est question dans la présente section. Il est également possible d'apporter certains changements au mandat des distributeurs initiaux de titres du gouvernement canadien.

---

16. Voir Annexe 3.

*Question*

- La définition de «nouvellement émis» couvre-t-elle un laps de temps trop long ou trop court?

## ANNEXE 1 - Définitions

*Soumission* désigne toute offre d'acheter à une adjudication un montant nominal indiqué de titres, soit de manière concurrentielle soit de manière non concurrentielle. L'offre, présentée par un distributeur initial, d'acheter un montant nominal indiqué de titres en vue d'honorer l'engagement de vendre un montant spécifié de titres à un prix convenu ou à un prix fixé en vertu d'une norme convenue est une soumission d'un distributeur initial et non la soumission d'un client.

*Soumissionnaire* désigne toute personne physique ou morale qui présente une soumission soit directement soit par l'entremise d'une personne morale autorisée à présenter des soumissions pour le compte de clients à une adjudication. Dans certains cas, deux ou plusieurs personnes physiques ou morales sont considérées comme un seul soumissionnaire, en raison des relations qui existent entre elles ou de leurs actions dans le cadre d'une adjudication.

*Client* désigne un soumissionnaire pour le compte duquel il a été demandé à un distributeur initial de présenter ou d'envoyer une offre concurrentielle ou non concurrentielle pour un montant spécifié de titres à une adjudication spécifique. Seuls les distributeurs initiaux sont habilités à présenter ou à envoyer des soumissions à la Banque du Canada pour le compte de clients.

*Distributeur initial* désigne toute personne morale à qui la Banque du Canada a donné ce statut et qui en a été informé.

## ANNEXE 2 - EXTRAITS DES RÈGLES RÉGISSANT L'ADJUDICATION DE TITRES DU TRÉSOR AMÉRICAIN

### Renseignements généraux

#### **3.1356.13 Position acheteur nette**

a) Déclaration des positions acheteur nettes. (1) Au moment de participer à une adjudication concurrentielle, le soumissionnaire doit déclarer le montant de sa position acheteur nette si la somme de ses soumissions à l'adjudication et sa position acheteur nette sur le titre à adjuger est égale ou supérieure à 2 milliards de dollars. S'il n'a pas de position ou qu'il a une position vendeur nette et que le total de ses soumissions est égal ou supérieur à 2 milliards de dollars, il doit déclarer une position acheteur nette de zéro. Dans les cas où un soumissionnaire qui est tenu de déclarer le montant de sa position acheteur nette passe par plus d'un soumissionnaire ou une Banque fédérale de réserve, il doit déclarer sa position acheteur globale nette par l'entremise d'un seul soumissionnaire ou à la Banque fédérale de réserve à laquelle il présente sa soumission. Un soumissionnaire qui est également un client doit déclarer sa position acheteur nette par l'entremise d'une institution de dépôt ou d'un courtier (voir @ 356.14(c)).

(2) Si une personne physique ou morale quelconque (par exemple un conseiller en placements) contrôle les positions acheteur nettes ou les soumissions concurrentielles d'une ou de plusieurs autres personnes physiques ou morales, ces positions acheteur nettes ou ces soumissions ainsi que sa propre position acheteur nette et ses soumissions concurrentielles doivent être combinées pour les fins du présent alinéa 2(a). Si le montant combiné de ces positions acheteur nettes et des soumissions est égal ou supérieur à 2 milliards de dollars, le soumissionnaire qui exerce ce contrôle doit déclarer i) une position acheteur nette globale comprenant à la fois sa propre position acheteur nette et les autres positions acheteur nettes qu'il contrôle; et ii) le nom de chaque personne physique ou morale au nom de laquelle il présente des soumissions concurrentielles. Le soumissionnaire qui exerce ce contrôle n'est pas tenu d'inclure dans le montant global les positions acheteur nettes de moins de 500 millions de dollars des personnes physiques ou morales pour lesquelles il ne présente pas de soumission concurrentielle. La déclaration prévue au présent alinéa 2(a) doit être déposée avant l'heure

limite fixée pour la réception des offres concurrentielles à la Banque fédérale de réserve à laquelle est présentée la soumission concurrentielle.

b) Détermination d'une position acheteur nette. La position acheteur nette doit être déterminée pour l'heure limite de dépôt de la déclaration, soit une demi-heure avant l'heure limite de réception des soumissions concurrentielles. La position acheteur nette comprend la valeur nominale :

(1) des avoirs en circulation portant le même numéro CUSIP que le titre à adjuger;

(2) des positions sur le titre à adjuger et découlant :

i) des opérations avant émission,

ii) des contrats à terme sur instruments financiers qui stipulent la livraison du titre précis à adjuger. (On ne tiendra pas compte dans ce calcul des contrats à terme sur instruments financiers dans lesquels le titre mis en adjudication est un des divers titres susceptibles d'être livrés ni des contrats à terme sur instruments financiers qui sont réglés au comptant), et

iii) des contrats à terme de gré à gré; et

(3) des composantes résiduelles des obligations démembrées, si ces composantes sont celles des titres mis en adjudication, y compris les positions avant émission sur ces valeurs résiduelles.

### **3.2356.14Dépôt de soumissions pour des clients**

Les institutions de dépôt et les courtiers peuvent présenter des soumissions pour leur propre compte, pour leurs clients ou des clients d'autres intermédiaires, sous réserve des dispositions des alinéas a), b) et c) du présent article. Les autres participants sont habilités à présenter des soumissions seulement pour leur propre compte.



a) Paiement. Le soumissionnaire qui présente une offre au nom d'un de ses clients ou d'un client d'un autre intermédiaire s'engage à payer les titres qui lui sont adjugés.

b) Liste de clients. Conformément aux alinéas 1, 2 et 3 du paragraphe (b), tout soumissionnaire doit présenter ou dresser une liste de ses clients chaque fois qu'il ajoute les soumissions d'un ou de plusieurs clients aux siennes. La liste des clients doit comprendre les clients du soumissionnaires ainsi que ceux des autres intermédiaires qui lui transmettent des soumissions de clients.

(1) Dans le cas des soumissions concurrentielles présentées par écrit, le soumissionnaire doit présenter une offre distincte pour chaque taux de rendement ou taux d'escompte désiré. Il doit alors fournir une liste contenant le nom au complet de chaque client et le montant total de la soumission, ventilé par client. Si le soumissionnaire utilise un procédé électronique, il peut présenter dans une même offre plusieurs soumissions pour des taux de rendement ou des taux d'escompte différents. Sur chacune de ses offres, il devra indiquer le nom au complet de chaque client et le montant de la soumission correspondant à chaque taux de rendement ou taux d'escompte, le tout ventilé par client.

(2) Dans le cas des soumissions non concurrentielles, le soumissionnaire doit présenter une liste comprenant le nom au complet de chaque client et le montant de la soumission ventilé par client. Lorsque les soumissions sont envoyées par la poste, il doit y annexer la liste des clients. Lorsque les soumissions sont expédiées par un moyen autre que le courrier postal, la liste des clients doit être envoyée avec l'offre. Dans le cas contraire, les renseignements contenus dans cette liste doivent être complets et disponibles pour examen à la date limite fixée pour le dépôt des offres non concurrentielles et elles doivent être reçues par la Banque fédérale de réserve à laquelle l'offre a été présentée à la clôture des opérations le jour de l'adjudication.

(3) Dans le cas des soumissions présentées au nom d'une fiducie ou d'une succession gérée en fiducie, il faut indiquer sur la liste des clients : le nom au complet ou le titre du fiduciaire, une mention relative au document en vertu duquel la fiducie ou la gestion en fiducie de la société a été instituée, ainsi que la date à laquelle le document a été rédigé; le numéro d'identification de l'employeur de la fiducie ou de la succession.

c) Position acheteur nette des clients. (1) Le soumissionnaire ou l'intermédiaire qui présente ou achemine une soumission concurrentielle de 100 millions de dollars ou plus pour un client doit informer ce dernier de l'obligation qu'il a de déclarer sa position acheteur nette conformément à l'article @ 356.13.

(2) Le soumissionnaire ou l'intermédiaire qui présente ou achemine une soumission concurrentielle pour un client doit déclarer le montant de la position acheteur nette de ce client si ce chiffre lui a été fourni par le client.

(3) Si les employés d'un soumissionnaire ou d'un intermédiaire qui participent directement à la réception ou à l'acheminement d'une soumission d'un client savent que l'information fournie par ce dernier sur sa position est incorrecte, ils doivent s'abstenir de présenter la soumission.

(4) Lorsque la position acheteur nette d'un client doit être déclarée par un soumissionnaire sur une offre présentée par écrit, ce soumissionnaire doit présenter pour ce client une offre distincte dans laquelle il indiquera le montant de la position acheteur nette de ce dernier.

### **3.3356.15 Attestations**

a) Soumissionnaire. Le soumissionnaire qui présente une offre d'achat pour un titre est réputé avoir attesté que son offre est conforme aux dispositions contenues dans la présente partie des règles et aux dispositions énoncées dans l'annonce de l'adjudication, document qui régit également la vente et l'émission du titre. En outre, il est réputé avoir attesté que l'information fournie dans l'offre au sujet des soumissions présentées pour son propre compte est exacte et complète et que celle fournie dans l'offre au sujet des soumissions présentées pour le compte des clients reflète intégralement et précisément les renseignements qui lui ont été fournis par ces derniers ou les intermédiaires. Avant de présenter une soumission par voie électronique, le soumissionnaire doit avoir dans ses dossiers un document écrit attestant qu'il certifie, chaque fois qu'il soumet une soumission par procédé électronique, que la soumission est conforme aux

dispositions de la présente partie des règles et aux modalités énoncées dans l'annonce de l'adjudication. L'attestation doit être signée et datée par une personne autorisée agissant au nom du soumissionnaire, déposée à la Banque fédérale de réserve à laquelle l'offre est envoyée par procédé électronique et elle doit être renouvelée au moins une fois l'an.

c) Clients. Le client qui présente une soumission pour un titre est réputé avoir attesté que sa soumission est conforme aux dispositions de cette partie des règles et à l'annonce régissant la vente et l'émission du titre, et que l'information qu'il a fournie au soumissionnaire ou à l'intermédiaire en rapport avec la soumission est exacte et complète.

### **3.4356.22 Limites applicables aux montants adjugés**

b) Montants adjugés lors des adjudications concurrentielles. Le maximum qui peut être adjugé à un soumissionnaire est de 35 % de l'offre publique, déduction faite de la position acheteur nette que le soumissionnaire a déclarée conformément à l'article @ 356.13. Par exemple, dans une adjudication de billets portant sur une offre publique de 10 milliards de dollars, un soumissionnaire qui a déclaré une position acheteur nette d'un milliard de dollars peut se voir adjuger un maximum de 2,5 milliards de dollars. Lorsque les soumissions et les positions acheteur nettes de plus d'une personne ou de plus d'un établissement doivent être combinées conformément aux dispositions de l'alinéa 2(a) de l'article 356.13, c'est ce montant qui sera retenu dans le calcul du montant maximum à adjuger.

### **3.5356.24 Notification des montants adjugés; confirmations**

d) Confirmation à fournir par le client. Tout client en faveur duquel a été adjugé un montant nominal de 500 millions de dollars ou plus doit fournir à la Banque fédérale de réserve à laquelle sa soumission a été présentée, ce au plus tard à 10 h le lendemain de l'adjudication, une confirmation contenant les renseignements demandés aux alinéas 1 et 2 du présent

paragraphe. La confirmation doit être signée par le client ou un représentant autorisé de ce dernier et elle doit indiquer à quel titre le représentant agit. Un soumissionnaire ou intermédiaire qui présente ou achemine une soumission d'un client doit informer ce dernier de cette exigence si un montant nominal de 500 millions de dollars ou plus est adjugé en faveur de ce dernier.

(1) Une confirmation écrite de sa soumission, et

(2) Une déclaration écrite indiquant qu'il avait une position acheteur nette à déclarer en vertu des dispositions de l'article @ 356.13 et, si une position doit être déclarée, le montant de cette position et le nom de l'institution de dépôt ou du courtier à qui le client a demandé de déclarer la position en son nom.

## **Dispositions diverses**

### **3.6356.34 Sanctions**

a) Généralités. Lorsqu'une personne physique ou morale ne respecte pas les exigences exposées dans la présente partie des règles, le Secrétaire prendra en considération les circonstances dans lesquelles s'est produit ce manquement et déterminera une sanction appropriée. Il peut ainsi empêcher que cette personne participe à l'avenir aux adjudications, que ce soit pour son propre compte et/ou pour le compte de tiers. Le Secrétaire peut porter ces manquements à la connaissance de l'organisme de réglementation compétent pour les suites nécessaires.

### **3.7 Annexe A à l'article 356 -- Définitions du soumissionnaire**

Pour les fins de cette partie, les définitions données dans cette annexe décrivent toutes les catégories de soumissionnaires admissibles aux adjudications tenues par le Trésor. Ces définitions doivent être utilisées par les personnes qui doivent déterminer si elles sont considérées comme un soumissionnaire ou comme plus d'un soumissionnaire lorsqu'elles participent aux adjudications ou qu'elles doivent se conformer aux exigences de cette partie des

règles. Néanmoins, indépendamment de ces définitions, les personnes physiques ou morales qui présentent intentionnellement ensemble une soumission à une adjudication du Trésor sont considérées, collectivement, comme un seul soumissionnaire.

Les définitions suivantes seront utilisées par le ministère dans l'application des limites fixées pour les montants alloués dans les adjudications concurrentielles et non concurrentielles et dans celles des dispositions pertinentes, lesquelles sont exposées dans la présente partie des règles.

a) Société -- La société et ses affiliés - les personnes physiques, les sociétés en nom collectif ou autres personnes morales désignées ci-après comme éléments d'un conglomérat, sont considérées collectivement comme un seul soumissionnaire.

Par affilié on entend : toute société qui appartient directement ou indirectement dans une proportion de plus de 50 % à la société; toute société qui appartient directement ou indirectement à plus de 50 % à une autre société affiliée; toute personne physique ou morale qui possède, directement ou indirectement, plus de 50 % de la société; toute personne physique ou morale qui possède, directement ou indirectement, plus de 50 % de toutes les autres sociétés affiliées et toutes les sociétés dont la majorité des membres du conseil d'administration ou dont la majorité des commandités sont des dirigeants ou cadres de la société ou de toutes ses sociétés affiliées.

Dans des circonstances particulières, une ou plusieurs grandes composantes organisationnelles (p. ex., la société mère ou une filiale) d'un conglomérat, qu'elles agissent séparément ou conjointement avec une ou plusieurs autres composantes, peut être reconnue comme un soumissionnaire distinct du conglomérat. Pour qu'une telle composante ou que ces composantes puissent être reconnues comme des soumissionnaires distincts, elles doivent remplir toutes les conditions suivantes :

(1) Il faut qu'une loi ou un règlement interdise à cette composante ou à ces composantes d'échanger des renseignements sur les soumissions présentées à des adjudications tenues par le Trésor avec toute autre composante du conglomérat ou il faut que l'organisation ait adopté des procédures internes écrites qui visent à empêcher de tels échanges de renseignements (p. ex., un cloisonnement);

(2) La création d'une telle ou de telles composantes ne doit pas viser à contourner les restrictions adoptées par le ministère pour limiter les montants des soumissions et des montants pouvant être adjugés aux divers soumissionnaires;

(3) Les décisions relatives à l'achat de titres du Trésor à une adjudication et à la participation à des adjudications précises doivent être prises par des employés d'une ou de ces composantes. Les employés d'une ou de plusieurs de ces composantes qui prennent la décision d'acheter ou de vendre des titres du Trésor ne peuvent pas assumer la même fonction pour d'autres composantes du conglomérat; et

(4) Les dossiers d'une ou de ces composantes relatifs à la soumission, à l'acquisition et à la vente de titres du Trésor doivent être maintenus par cette ou ces composantes. Ces dossiers doivent être identifiables et distincts des dossiers similaires tenus par d'autres composantes du conglomérat.

Pour être reconnue comme un soumissionnaire distinct, chaque composante ou groupe de composantes doit demander au ministère de la reconnaître comme tel, fournir une description de son statut et de sa position à l'intérieur du conglomérat et fournir l'attestation suivante :

[Nom du soumissionnaire] certifie qu'il satisfait, au meilleur de sa connaissance, aux critères de détermination du soumissionnaire distinct, lesquels sont exposés à l'annexe A, CRF 31, article 356. Le soumissionnaire ci-dessus désigné certifie également qu'il a élaboré des politiques et des procédures écrites, notamment des méthodes de surveillance continue, qui visent à empêcher qu'une composante ou un groupe de composantes :

(1) échange avec tout autre membre du conglomérat un des renseignements suivants : a) le taux de rendement ou le taux d'escompte auquel il envisage de soumissionner; b) les montants des titres pour lesquels il envisage de soumissionner; c) les positions qu'il détient ou envisage d'acquérir sur un titre mis en adjudication; et d) les stratégies de placement qu'il envisage d'appliquer au sujet du titre mis en adjudication, ou

(2) agisse de manière intentionnelle conjointement avec un autre membre du conglomérat dans la formulation ou la présentation de soumissions à une adjudication tenue par le Trésor.

Le soumissionnaire désigné ci-dessus s'engage à informer par écrit le ministère dès qu'un des renseignements fournis pour obtenir le statut de soumissionnaire distinct aura changé ou dès que la présente attestation cessera d'être valide.

b) Société en nom collectif -- Les sociétés en nom collectif auxquelles le Service du revenu interne a assigné un numéro d'identification aux fins de l'impôt, les commanditaires agissant au nom de la société et tous les affiliés, personnes physiques, sociétés et autres entités, qui sont désignés ci-après par l'expression groupe de sociétés en nom collectif, sont considérés comme constituant un seul soumissionnaire. Un groupe de sociétés en nom collectif qui comprend une ou plusieurs sociétés est considéré comme un seul soumissionnaire, soit dans la présente catégorie des sociétés en nom collectif, soit dans celle des sociétés de capitaux, soit dans les deux.

Par affilié on entend : toute entité qui appartient directement ou indirectement dans une proportion de plus de 50 % à la société; toute société qui appartient directement ou indirectement à plus de 50 % à une autre société affiliée; toute personne physique ou morale qui possède, directement ou indirectement, plus de 50 % de la société; toute personne ou entité qui possède, directement ou indirectement, plus de 50 % de toutes les autres sociétés affiliées ou toutes les sociétés dont la majorité des membres du conseil d'administration ou dont la majorité des commandités sont des dirigeants ou cadres de la société ou de toutes les sociétés affiliées.

Dans des circonstances particulières, une ou plusieurs grandes composantes organisationnelles (p. ex., la société mère ou une filiale) d'un groupe de sociétés en nom collectif, qu'elles agissent séparément ou conjointement avec une ou plusieurs autres composantes, peuvent être reconnues comme un soumissionnaire distinct du groupe de sociétés. Pour qu'une telle composante ou que ces composantes puissent être reconnues comme des soumissionnaires distincts, elles doivent remplir les conditions suivantes :

(1) Il faut qu'une loi ou un règlement interdise à cette composante ou à ces composantes d'échanger des renseignements sur les soumissions à des adjudications tenues par le Trésor avec toute autre composante du groupe de sociétés en nom collectif ou que l'organisation ait adopté des procédures internes écrites qui visent à empêcher de tels échanges de renseignements (p. ex., un cloisonnement);

(2) La création d'une telle ou de telles composantes ne doit pas viser à contourner les restrictions adoptées par le ministère pour limiter les montants des soumissions et des montants pouvant être adjugés aux divers soumissionnaires;

(3) Les décisions relatives à l'achat de titres du Trésor à une adjudication et à la participation à des adjudications précises doivent être prises par des employés de cette composante ou de ces composantes. Les employés de cette composante ou de ces composantes qui prennent la décision d'acheter ou de vendre des titres du Trésor ne peuvent pas assumer la même fonction pour d'autres composantes du groupe de sociétés en nom collectif; et

(4) Les dossiers des soumissions, des acquisitions et des ventes de titres du Trésor par cette composante ou ces composantes doivent être maintenus par elles. Ces dossiers doivent être identifiables et distincts des dossiers similaires tenus par d'autres composantes du groupe de sociétés en nom collectif.

Pour être reconnue comme un soumissionnaire distinct, chaque composante ou groupe de composantes doit demander au ministère de la reconnaître comme tel, fournir une description de son statut et de sa position à l'intérieur du conglomérat et fournir l'attestation suivante :



[Nom du soumissionnaire] certifie qu'il satisfait, au meilleur de sa connaissance, aux critères de détermination du soumissionnaire distinct, lesquels sont exposés à l'annexe A, CRF 31, article 356. Le soumissionnaire ci-dessus désigné certifie également qu'il a élaboré des politiques et procédures écrites, notamment des processus de surveillance continue, qui visent à empêcher qu'une composante ou un groupe de composantes :

(1) échange avec tout autre membre du groupe de sociétés en nom collectif l'un quelconque des renseignements suivants : a) le taux de rendement ou le taux d'escompte auquel il envisage de soumissionner; b) les montants des titres pour lesquels il envisage de soumissionner; c) les positions qu'il détient ou envisage d'acquérir sur un titre mis en adjudication; et d) les stratégies de placement qu'il envisage d'appliquer au sujet du titre mis en adjudication, ou

(2) agisse de manière intentionnelle conjointement avec un autre membre du groupe dans la formulation ou la présentation de soumissions à une adjudication tenue par le Trésor.

Le soumissionnaire désigné ci-dessus s'engage à informer par écrit le ministère dès que l'un quelconque des renseignements fournis pour obtenir le statut de soumissionnaire distinct aura changé ou dès que la présente attestation cessera d'être valide.

c) Organisme public -- (1) le gouvernement de chacun des 50 États et du District de Columbia est considéré comme un seul soumissionnaire.

(2) La collectivité locale - c'est-à-dire un département, une ville, une municipalité, un canton ou tout autre organisme de l'administration générale, entités qui sont définies par le Bureau du recensement à des fins statistiques - est considérée comme un soumissionnaire.

(3) Le gouvernement d'un commonwealth, d'un territoire ou d'une possession des États-Unis est considéré comme un soumissionnaire.

(4) L'organisme public, un corps de l'État ou toute société créée en vertu d'une loi adoptée par le gouvernement fédéral, un État ou une municipalité est considéré comme un soumissionnaire.

(5) La banque centrale étrangère, le gouvernement d'un État étranger ou une organisation internationale dont les États-Unis sont membres est considérée comme un soumissionnaire.

Les fonds de placements, de réserves et les autres fonds d'un des organismes publics mentionnés ci-dessus qui ne répondent pas à la définition de la catégorie «fiducie ou autre succession gérée en fiducie» sont considérés comme faisant partie de ces organismes et non pas comme des soumissionnaires distincts, sauf si la législation qui les régit stipule que leurs placements doivent être faits de manière distincte.

(d) Fiducies ou successions gérées en fiducie -- Les entités juridiques constituées en vertu d'un acte de fiducie valide, d'une décision judiciaire ou de tout document législatif habilitant un fiduciaire à agir au profit d'un bénéficiaire désigné peuvent être considérées comme des soumissionnaires. Pour être considérée comme un soumissionnaire, une telle entité doit pouvoir être identifiée par le nom ou le titre du fiduciaire. Mention doit être faite de l'acte de fiducie, de la décision judiciaire ou du document législatif régissant l'activité du fiduciaire ainsi que du numéro d'identification IRS assigné en exclusivité à l'employeur (pas le numéro d'assistance sociale). En outre, l'entité doit faire état de sa participation aux adjudications pour le compte de la fiducie ou de la succession gérée en fiducie.

(e) Personnes physiques -- Chaque personne physique, qui agit à titre personnel, à titre de propriétaire unique ou pour toute personne physique non définie comme soumissionnaire ou qui agit à tout autre titre est considérée comme un soumissionnaire. Lorsqu'une personne physique répond à la définition d'un conglomérat ou d'un groupe de sociétés en nom collectif, entités qui sont définies précédemment, elle ne peut être considérée comme un soumissionnaire sous la rubrique des personnes physiques que lorsqu'elle agit à ce titre. La personne physique, son conjoint et ses enfants de moins de 21 ans qui forment un seul ménage sont considérés collectivement ici comme une personne physique soumissionnaire.

(f) Autres soumissionnaires -- Un soumissionnaire défini dans l'une des catégories ci-dessus n'est pas considéré comme un «autre soumissionnaire». Il se peut qu'un soumissionnaire non défini dans l'une des catégories précédentes soit considéré comme un «autre soumissionnaire». L'expression «autre soumissionnaire» désigne ici toute institution ou organisation à laquelle un numéro d'identification IRS a été assigné en exclusivité. Cette définition englobe les associations, les églises, les universités, les syndicats et les clubs. Elle ne comprend pas les personnes physiques ou morales agissant à titre de fiduciaires ou de gestionnaires de placements, les propriétaires uniques, les comptes de placements, les fonds de placements, les formes d'immatriculation ou la désignation de la propriété des placements.

Nonobstant les définitions contenues dans la présente annexe, le ministère est déterminé à éviter qu'un participant à une adjudication puisse se faire adjuger un montant de titres supérieur à celui auquel il aurait eu droit s'il avait été considéré comme un soumissionnaire en vertu des présentes définitions.

## ANNEXE 3

**RELEVÉ QUOTIDIEN DES OPÉRATIONS DES DISTRIBUTEURS INITIAUX  
DANS LES OPÉRATIONS DE FINANCEMENT DU GOUVERNEMENT CANADIEN**  
(en millions de dollars, valeur nominale)

N° DP \_\_\_\_\_

NOM DU COURTIER : \_\_\_\_\_ DATE DU RAPPORT À LA CLÔTURE DES OPÉRATIONS.....

	SÉCURITÉ (1)	POSITIONS NETTES (2)	ENGAGEMENTS NETS DE FINANCEMENT À TERME (3)	OPÉRATIONS À SEC	
				ACHATS (4)	VENTES
(1)					
(2)					
(3)					
(4)					
(5)					
(6)					
(7)					
(8)					
(9)					
(10)	TOTAUX (lignes 1 à 9)				

À retourner au plus tard à 10 h le jour ouvrable suivant au :

Groupe des systèmes d'information

À l'attention de : Sharron Hodgson PRÉPARÉ PAR : \_\_\_\_\_

Banque du Canada

234, rue Wellington NUMÉRO DE TÉLÉPHONE : \_\_\_\_\_

4<sup>e</sup> étage, tour Est

Ottawa (Ontario) K1A 0G9 COMMENTAIRES : \_\_\_\_\_

Télécopieur : 613 782-8334 \_\_\_\_\_