

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

Deuxième document de travail

8 avril 1998

Table des matières

1.	Sommaire	1
2.	Introduction	3
3.	Principes et motifs des mesures prises	4
4.	Aperçu des propositions	6
5.	Propositions détaillées	8
5.1	Définition du soumissionnaire	8
5.1.1	Définition de la partie affiliée	9
5.1.2	Statut de non-affilié au sein du même groupe de sociétés	10
5.2	Dépôt des soumissions	11
5.3	Limites de soumission concurrentielle aux adjudications	13
5.4	Limites de soumission aux adjudications d'obligations	15
5.5	Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor	17
5.6	Soumissions non concurrentielles	18
5.7	Exigences en matière de déclaration	20
6.	Conclusions	23

Annexe 1 - Définitions

Annexe 2 - Sommaire des propositions

Annexe 3 - Tableaux récapitulatifs des propositions contenues dans le premier document de travail et des révisions effectuées par la suite

Annexe 4 - Définition spécifique du contrôle

Annexe 5 - Exemple de calcul de la limite de soumission 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 d'État qui fonctionne déjà bien. Dans ce contexte, un document de travail daté du 19 décembre 1996 dévoilait un train de mesures proposées 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 de nouvelles modifications aux modalités des adjudications à la suite des commentaires reçus jusqu'ici.

Le projet de modification touche les règles présidant aux adjudications ainsi que les activités de surveillance du processus par la Banque du Canada, qui s'intensifieront. 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. La consultation menée auprès des parties intéressées vise à assurer tout le monde que les mesures finales ont été examinées avec soin et qu'elles sont appropriées.

Le projet englobe 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 l'instauration de limites de soumission pour les clients des distributeurs de titres d'État. En outre, la Banque du Canada envisage d'accroître ses activités de surveillance des adjudications et exigera des participants des renseignements additionnels.

PROCESSUS : Les commentaires sur le projet de modification des règles régissant les adjudications doivent être reçus au plus tard le 31 mai 1998.

ADRESSE : Les commentaires doivent être adressés au :

Chef
Département des Marchés financiers
Banque du Canada
4^e étage, tour Est
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

ou par c. élec. à l'adresse : comment@bank-banque-canada.ca

Les intéressés pourront prendre connaissance des commentaires et en effectuer des photocopies au début du mois de juin 1998 en s'adressant à la Bibliothèque de la Banque du Canada, 7^e 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, au site de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>), début juin 1998.

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 d'un secteur des services financiers dont les participants disposent de moyens accrus. 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 l'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 efficace 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 présent document fait suite au premier et repose sur les mêmes principes sous-jacents. Les préoccupations relevées dans le premier restent valides, et les événements survenus depuis lors témoignent davantage de la possibilité d'accaparements à la fois sur les marchés primaire et secondaire. Il aborde certains aspects de ces questions, mais les lecteurs qui veulent recevoir des renseignements plus détaillés, comme une description du processus d'adjudication actuel, doivent consulter le premier document de travail, émis en 1996. De plus, il reflète et traite les commentaires reçus des parties intéressées en réponse aux propositions du premier document.

Par les propositions avancées dans le présent document, 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 applicables aux adjudications et les procédures de surveillance auront

également une incidence équilibrée et équitable sur les participants, à la fois les investisseurs et les intermédiaires. Toutefois, ces propositions ne peuvent pas contrer les tentatives visant à accumuler des montants élevés de titres à l'extérieur du processus d'adjudication, par exemple sur le marché secondaire. Le problème de la concentration résultant de l'activité sur le marché secondaire est du ressort de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) qui, de concert avec le ministère des Finances et la Banque, met au point un code de déontologie pour les opérateurs du marché secondaire. Ce code, conjugué aux procédures de révision de cas de manipulation présumée et aux sanctions lorsque la situation le justifie, répondra plus généralement aux menaces posées à l'intégrité des marchés que ne pourraient le faire les règles relatives aux adjudications. Prises ensemble, les initiatives exposées dans le présent document et celles qui viendront de l'ACCOVAM constitueront une approche globale à l'amélioration du fonctionnement des marchés des titres de dette.

Le présent document est divisé en sections portant sur des composantes distinctes des nouvelles modalités des adjudications. Chaque section commence par un résumé de la proposition, la compare ensuite avec celle du document précédent, résume les commentaires reçus au sujet de la proposition originale et finalement donne les motifs de la proposition avancée. On invite une fois de plus les parties intéressées à faire connaître leurs points de vue sur les propositions qui y sont faites.

Il faut particulièrement remarquer le changement de 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 modifications

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 en obtenir encore plus à l'adjudication. Il convient de souligner qu'il n'existe actuellement aucune limite aux ordres que les clients peuvent placer 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 des opérations de pension spéciales, 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 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 le problème des accaparements aux adjudications continue de se poser depuis la publication du premier document de travail en 1996, et il est peu probable que cette tendance s'améliore sans que des changements ne soient apportés au processus d'adjudication. En fait, compte tenu des modifications d'ordre environnemental avancées dans le document de travail précédent, notamment l'intégration 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.*

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 propositions

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 et aux exigences de surveillance 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 afin de s'assurer 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.

4.1 Définition du soumissionnaire

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 permettra 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.

De plus, 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. Avec la nouvelle règle, l'aptitude d'un client à acheter des titres aux adjudications serait limitée de la même façon que celle d'un distributeur.

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 déjà émis de l'émission concernée. 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 pourra détenir à la fin d'une adjudication sera équivalent à la limite de soumission de ce soumissionnaire multipliée par l'encours du titre visé au moment où celui-ci est livré. Ces modifications auront pour effet qu'il sera plus difficile pour les participants aux adjudications d'acquérir une importante proportion de l'encours du titre et d'utiliser leur position dominante à l'égard de ce titre pour en influencer l'offre et les prix sur le marché.

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, le nouveau mandat des distributeurs de titres d'État et des négociants principaux contiendra des exigences additionnelles en matière de déclaration de l'activité sur les marchés et des positions prises.

Un tableau récapitulatif des propositions est donné à l'Annexe 2. Le présent document et le premier document de travail sont structurés à peu près de la même façon, mais certaines modifications ont été apportées aux règles proposées pour tenir compte des points de vue exprimés par les parties intéressées (ces modifications sont résumées à l'Annexe 3). Contrairement au premier document, les règles ne prévoient plus une hausse des limites de soumission lorsque le soumissionnaire tient une position à découvert. Ensuite, la proposition voulant que les clients règlent leurs opérations directement avec la Banque du Canada a été retirée; le règlement continuera plutôt de se faire par l'entremise du distributeur qui aura déposé la soumission pour leur compte. Les limites de soumission des distributeurs et des clients sont également indiquées pour la première fois dans le présent document; dans le premier, elles n'avaient été utilisées que comme exemple.

5. Propositions détaillées

5.1 Définition du soumissionnaire

Proposition

- *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.*
- *La nouvelle définition du soumissionnaire couvre tous les distributeurs de titres d'État ainsi que les clients et s'applique aux corporations, 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.*
- *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.*

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Il n'y a aucune différence entre les deux propositions.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Certaines parties ont exprimé des réserves concernant la définition du soumissionnaire proposée parce que l'utilisation de cette définition, conjuguée à d'autres règles régissant les adjudications, pourrait restreindre le montant de la soumission des distributeurs de titres d'État appartenant à des banques. Un certain nombre de filiales canadiennes de distributeurs sous contrôle étranger ont appuyé la définition proposée, certaines d'entre elles fonctionnant déjà en vertu de règles similaires dans le pays de la compagnie-mère.

Motifs de la proposition

Les points de vue des participants ont été dûment pris en considération, et on croit qu'une définition plus précise du soumissionnaire est une composante essentielle du nouveau régime et qu'elle est nécessaire si on veut 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 l'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 énumérées ci-après : les corporations, les sociétés en nom collectif, les pouvoirs publics et organismes parapublics, les banques centrales étrangères (ainsi que les gouvernements de pays étrangers et les organisations internationales), les fiducies et les particuliers. 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 4. Brièvement, une personne contrôle une corporation 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 nom collectif si elle en est l'associé commandité. Une personne contrôle une entité sans personnalité morale autre qu'une société en nom collectif si 50 % des titres de participation, quelle que soit leur catégorie, qui constituent le capital-actions de la corporation sont effectivement la propriété de cette personne et que celle-ci est en mesure d'influencer les activités et les affaires de l'entité sans personnalité morale. Une personne contrôle également une corporation, une société en nom collectif ou une entité sans personnalité morale si cette personne contrôle une entité qui, à son tour, contrôle respectivement la corporation, la société en nom collectif 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 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; et (iv) ses registres de stocks de titres du gouvernement canadien ainsi que les

1. Aux termes de la présente section, "personne" signifie une personne physique, une entité entrant dans la définition donnée à l'Annexe 4 ou un représentant personnel.

stratégies de placement et de soumission relatives à ces titres sont tenus séparément des registres des autres entités du groupe.

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.

5.2 Dépôt des soumissions

Proposition

Distributeurs de titres d'État

- *Les distributeurs de titres d'État seront habilités à déposer des soumissions pour leur propre compte aux adjudications jusqu'à une certaine limite. 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 soumissions de chaque client seront assujetties à une certaine limite aux adjudications.*
- *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 par télécopieur ou au site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>).*
- *Les clients seront en mesure de présenter des soumissions aux adjudications par l'entremise des distributeurs de titres d'État. Les soumissions concurrentielles des clients doivent être indiquées séparément de celles du distributeur et être accompagnées du numéro matricule du client octroyé par la Banque du Canada.*
- *Les clients ne régleront pas leurs opérations directement auprès de la Banque du Canada. Les distributeurs 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).*

-
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.

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Cette proposition est la même que celle qui figure au premier document de travail, sauf que la proposition voulant que les clients règlent leurs opérations directement avec la Banque du Canada a été retirée.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Il y en a qui ont exprimé des réserves au sujet de l'autorisation donnée aux clients de présenter des soumissions, même si c'est par l'intermédiaire des distributeurs de titres d'État, et au sujet de la proposition voulant que les clients puissent régler leurs achats directement auprès de la Banque du Canada. Certains ont pensé que ces propositions auraient pour effet de rehausser le profil et le statut des clients, et qu'elles enlèveraient aux distributeurs l'envie de participer constamment aux adjudications et de maintenir le marché. On a craint également que le fait de séparer les soumissions des clients de celles des distributeurs aurait pour effet de détourner l'information du marché et de l'éloigner des distributeurs, ce qui nuirait ainsi à la liquidité du marché avant émission et du marché secondaire avant la tenue d'une adjudication.

Motifs de la proposition

La raison principale qui motive l'introduction de limites de soumission distinctes pour les clients est de réduire le risque d'une mauvaise utilisation du processus d'adjudication aux fins d'accaparement délibéré du marché lors d'adjudications. Par le passé, aucune limite n'était imposée au montant des titres que les clients pouvaient obtenir à une adjudication en présentant des soumissions par l'entremise d'un certain nombre de distributeurs. Cet accès illimité offert aux clients n'est pas approprié, et ces derniers seront assujettis à des contraintes de soumission en vertu des nouvelles règles.

Toutefois, toutes les soumissions de clients continueront d'être présentées par l'entremise de distributeurs de titres d'État. Ce système est similaire au système actuel, où les clients placent des commandes avant l'adjudication auprès de distributeurs. Ainsi, les distributeurs continueront de recevoir les soumissions des clients, et la liquidité du marché avant émission et du marché au comptant ne devrait pas en souffrir. De plus, les distributeurs continueront d'être encouragés à présenter des soumissions pour le compte de clients, car ces soumissions seront prises en considération dans la détermination de leurs limites de soumission futures.

La proposition voulant que les clients règlent leurs achats directement auprès de la Banque du Canada a été éliminée. La pratique actuelle se poursuivra plutôt, c'est-à-dire que les clients régleront leurs achats par l'intermédiaire des distributeurs de titres d'État. Cela signifie que ces derniers continueront de jouer un rôle important en ce qui concerne les soumissions de clients.

5.3 Limites de soumission concurrentielle aux adjudications

Proposition

- *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 du pourcentage de sa limite de soumission par la valeur nominale de l'encours du titre adjudgé. Des exemples sont fournis à cet égard à l'Annexe 5.*
- *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 adjudgé n'est pas le seul susceptible d'être livré et de 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 adjudgé, et (6) de toute position sur le titre adjudgé non couverte par les types de contrat mentionnés ci-dessus, opérations garanties comprises. Dans le cas de mises en pension ou des prêts de titres, l'entité qui est propriétaire du titre visé, et non celle qui l'aurait emprunté, doit déclarer le titre en pension ou prêté dans sa position. Toutes les positions sont déclarées en fonction de la date de la 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.*

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

La proposition énoncée ci-dessus est la même que celle qui figure au premier document de travail, avec deux exceptions. La disposition voulant que la limite de soumission d'un participant soit majorée de sa position à découvert (jusqu'à 10 % de la valeur nominale des titres mis aux enchères) a été retirée. De plus, certains changements ont été apportés à l'exigence, faite aux clients, d'aviser la Banque du Canada de leur position nette. Les propositions concernant les clients sont plus similaires à celles qui s'appliquent aux distributeurs, et aucune exception n'est prévue en ce qui concerne les exigences en matière de déclaration. Ces points sont examinés dans la section consacrée aux exigences en matière de déclaration.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Les participants ont fait remarquer qu'un grand nombre de soumissionnaires ont des raisons légitimes de tenir d'importants montants de titres du gouvernement canadien. Ils craignent que les dispositions limitant le montant total des positions longues et des soumissions ne restreignent la

participation aux adjudications et les stratégies de placement des distributeurs et des clients importants. Cette préoccupation a été aggravée par la disposition relative aux entités affiliées, qui signifiait que les distributeurs auraient à tenir compte des positions non seulement des salles de marché, mais également de celles de beaucoup d'autres services et d'entreprises appartenant au même groupe. On pensait que cette contrainte sur l'investissement et l'activité aux adjudications pourrait s'aggraver si la taille de l'encours des émissions individuelles baissait dans le sillage de la dette globale du gouvernement. On a aussi signalé que la disposition visant la prise en considération de positions longues dans la détermination des limites de soumission à l'adjudication pourrait donner lieu à certaines distorsions sur le marché si, par exemple, les participants cherchaient à réduire leurs stocks de titres juste avant la réouverture d'une émission.

On a fait remarquer également que la Banque du Canada devrait recevoir, dans les délais prescrits, des données précises relativement aux positions nettes. On craignait qu'autrement certaines soumissions ne soient annulées rétroactivement. Certains considéraient aussi que la déclaration de positions longues imposerait un fardeau administratif, ce qui pourrait restreindre la présentation de soumissions. Finalement, on a critiqué la proposition visant à permettre à un soumissionnaire de majorer sa limite de soumission à l'adjudication de sa position à découvert, car un tel système pourrait inciter les participants à créer des positions à découvert sur le marché avant émission dans le but d'accroître leur participation aux adjudications et pourrait donner lieu à une situation où un distributeur et son client contrôlèrent en fin de compte une importante proportion des titres à adjuger.

Motifs de la proposition

Il importe de prendre en considération la position longue des soumissionnaires dans le calcul de leur limite de soumission aux adjudications afin qu'il soit plus difficile pour eux d'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 distributeurs 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 propositions, notamment la limite de soumission distincte pour les clients et la hausse de la limite de soumission maximale 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 du gouvernement canadien 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 adjugé 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.

Les soumissions concurrentielles de tout participant qui ne soumet pas sa position nette avant la tenue de l'adjudication seront rejetées. Le gouvernement canadien et la Banque du Canada prendraient très au sérieux les cas où un soumissionnaire sous-estimerait sciemment sa position longue nette.

5.4 Limites de soumission aux adjudications d'obligations

Proposition

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 %. Les soumissions faites pour le compte de clients seront assujetties à une limite distincte. Pour chaque distributeur, la limite de la soumission qu'il peut présenter pour le compte de ses clients sera égale à la limite de la soumission qu'il peut déposer pour son propre compte.*
- *Les limites de soumission des distributeurs seront établies conformément à leur activité 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.*
- *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.*

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Le premier document de travail n'avait pas abordé la question des niveaux appropriés des limites de soumission aux adjudications d'obligations pour les distributeurs et les clients. La limite actuelle, soit jusqu'à 20 % pour les distributeurs, avait été utilisée comme exemple.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Un certain nombre de participants du marché ont laissé entendre que les limites de soumission des distributeurs devraient être supérieures à celles des clients pour inciter les premiers à participer aux adjudications et au marché secondaire. On a également fait remarquer que des limites de soumission plus basses pour les clients auraient pour effet d'accroître le recours de ces derniers au

marché avant émission et au marché secondaire. On s'est montré préoccupé par le risque que, les limites de soumission des distributeurs étant échelonnées, certains d'entre eux soient assujettis à des limites inférieures à celles des clients en dépit de la responsabilité qu'ils ont de participer aux adjudications et de maintenir le marché.

Motifs de la proposition

La proposition visant à faire passer les limites de soumission maximales de 20 à 25 % reconnaît 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 par suite d'une adjudication. Avec des limites de soumission maximales de 25 % du titre mis aux enchères, au moins quatre soumissionnaires obtiendraient une part des obligations adjugées.

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 proposée pour les clients sera fixée à 25 % des titres adjugés, plutôt qu'à un niveau inférieur. La raison principale à cela est que les clients sont les acheteurs finals des titres du gouvernement canadien, et ils devraient jouir de limites de soumission suffisantes pour leur permettre de satisfaire à la plupart des besoins de gestion de portefeuille et d'effectuer sans entraves leurs opérations sur le marché avant émission et le marché secondaire. Il faut remarquer que l'accès des distributeurs aux adjudications en vertu des nouvelles règles restera plus étendu qu'en vertu du système actuel, étant donné qu'ils déposeront des soumissions pour leur propre compte et seront assujettis à une limite distincte pour les soumissions présentées au nom des clients. En vertu du système actuel, les soumissions de clients présentées par les distributeurs sont incluses dans les limites de soumission de ces derniers. De plus, les distributeurs continueront de tirer parti de leur statut de seuls participants habilités à présenter des soumissions directement à la Banque du Canada.

5.5 Limites de soumission aux adjudications de bons du Trésor

Proposition

Distributeurs de titres d'État

- *La limite de soumission des négociants principaux pour leur propre compte sera équivalente à 25 % du montant adjudgé. 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.*

Clients

- *Pour les clients, la limite de soumission sera équivalente à 25 % du montant adjudgé. Les clients peuvent présenter leurs soumissions par autant de distributeurs qu'ils veulent, tant que le montant total de leurs offres ne dépassent pas leur limite de soumission à l'adjudication.*
- *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.*

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Dans le premier document de travail, on sollicitait des points de vue sur la possibilité de fixer la limite de soumission aux adjudications de bons du Trésor en deçà du plafond actuel de 33 1/3 %, mais on ne proposait pas spécifiquement un plafond de 25 %.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Peu de commentaires ont été reçus au sujet de l'accès approprié aux adjudications de bons du Trésor. Un participant a fait remarquer que la limite actuelle de 33 1/3 % était trop élevée compte tenu de la baisse de l'offre de bons du Trésor et le nombre relativement restreint de participants. On a suggéré que la limite soit abaissée à 20 ou à 25 % dans le but de réduire le risque d'accaparements, d'uniformiser davantage les règles du jeu sur un marché comptant un nombre limité de distributeurs et de favoriser l'essor de l'activité sur le marché avant émission et sur le marché secondaire. Un autre participant s'est opposé à toute réduction de la limite, parce qu'il craignait que cela ne nuise à sa stratégie de placement.

Motifs de la proposition

On propose d'abaisser à 25 % la limite de soumission maximale aux adjudications de bons du Trésor. De cette façon, au moins quatre soumissionnaires obtiendront de nouveaux bons du Trésor, ce qui réduira le risque qu'un participant ou deux détienne une proportion déterminante des nouveaux bons du Trésor. La proposition pourrait également donner lieu à une hausse de l'activité sur le marché avant émission et sur le marché secondaire.

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 distributeurs moins actifs.

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
Soumission 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.
Limite de soumission des clients	25 %

5.6 Soumissions non concurrentielles

Proposition

- *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 des clients que peut présenter chaque distributeur de titres d'État sera limité à 3 millions de dollars.*

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

La question des soumissions non concurrentielles n'a pas été soulevée dans le premier document de travail.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Même si la question n'a pas été soulevée dans le premier document, un intervenant a émis l'idée d'autoriser les clients à acheter des titres aux adjudications de façon non concurrentielle.

Motifs de la proposition

Les soumissions non concurrentielles aux adjudications de bons du Trésor seront autorisées parce qu'elles permettent aux distributeurs et aux clients, qui sont moins familiés avec 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.

Le tableau ci-dessous récapitule les limites de soumission non concurrentielle aux adjudications de bons du Trésor et d'obligations.

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

Proposition

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. 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 à la Banque du Canada, indirectement par leur entremise ou directement, avant que leurs soumissions concurrentielles ne 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. Les clients doivent soumettre les changements 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 s'assurer que les clients qui présentent des soumissions savent qu'ils doivent déclarer leur position et les informer des montants qui leur auront été adjudgés au terme de l'adjudication. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard pour s'assurer de la validité des soumissions.*
- *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 de titres d'État qu'ils divulguent entièrement leurs opérations portant sur les titres de dette du gouvernement canadien, notamment, sur demande, les activités et les noms des clients auprès desquels le distributeur a placé des titres ou en a acheté.*
- *La Banque du Canada se réserve le droit de (1) lancer une enquête en vue de déterminer si les règles régissant les adjudications ont été violées; (2) informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'autres opérations douteuses; (3) 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 5 proposée et (4) 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.*

Comparaison avec la proposition du premier document de travail

Les distributeurs de titres d'État et les clients doivent déclarer leur position globale nette sur le titre adjudgé quelle que soit la taille de leur soumission concurrentielle à l'adjudication ou de leur position existante. Dans le premier document, on exigeait des clients qu'ils ne déclarent leur position nette que lorsque le montant total de leurs soumissions majoré de la valeur absolue de leur position longue dépassait 100 millions de dollars.

On n'exige plus des clients qu'ils fournissent, entre autres, une confirmation écrite de la transaction à la Banque du Canada au plus tard à 10 heures le lendemain de l'adjudication (les positions nettes longues ou à découvert seront maintenant déclarées avant la tenue de l'adjudication). On n'exige plus non plus de la Banque du Canada une confirmation par téléphone des soumissions acceptées dont le montant est égal ou supérieur à 200 millions de dollars. Ces modes de confirmation ont été éliminés, les mêmes objectifs pouvant être atteints par des vérifications que peut effectuer au hasard la Banque du Canada.

Les mesures relatives à l'homologation des soumissions restent les mêmes que celles qui sont exposées dans le premier document de travail.

Commentaires sur la proposition du premier document de travail

Les commentaires reçus portaient sur le fardeau administratif perçu que les propositions imposeraient aux distributeurs et aux clients. Certains ont fait valoir que ce fardeau additionnel découragerait la participation aux adjudications, réduisant ainsi l'efficacité du marché primaire de la dette.

Un certain nombre de distributeurs ont indiqué que le respect des exigences de déclaration imposées aux clients (ainsi que les notifications connexes) devrait concerner strictement la Banque du Canada et non les distributeurs de titres d'État. Les clients ont exprimé des préoccupations concernant la confidentialité de leurs transactions, faisant valoir, plus précisément, que le fait de déclarer leurs positions par l'entremise des distributeurs de titres d'État donnerait à ces derniers un avantage, du point de vue de l'information, au moment de présenter des soumissions aux adjudications. Il y a également eu des commentaires concernant le montant minimal à partir duquel les clients sont obligés de déclarer leurs positions, certains laissant entendre que ce montant était trop bas ou qu'il devrait être fixé en pourcentage du montant adjudgé et non être un montant fixe.

Motifs de la proposition

La Banque du Canada et le ministère des Finances sont conscients du fardeau administratif que toute nouvelle exigence en matière de déclaration pourrait 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 le premier document de travail. On retiendra l'exigence 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 propositions de modification. 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.

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 de (1) lancer une enquête en vue d'établir s'il y a eu ou non des violations possibles des règles régissant les adjudications; (2) informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'opérations douteuses; (3) 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 5 proposée; et (4) 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.

Dans ses discussions avec les distributeurs de titres d'État, la Banque du Canada s'attend à ce que ces derniers divulguent la totalité de leurs activités liées aux émissions du gouvernement canadien, notamment, sur demande, les activités et les noms des clients avec lesquels le distributeur a traité.

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 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 propositions visent également à maintenir une participation élargie aux adjudications en faisant en sorte que les opérateurs aient confiance dans le processus. Les avantages attendus comprennent un terrain de jeu plus ouvert et plus égal pour les intermédiaires du marché, un marché primaire plus efficient pour les investisseurs, un marché financier qui fonctionne bien pour l'économie et une réduction des coûts de financement 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.

Annexe 2

Sommaire des propositions

Définition du soumissionnaire

- 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 adjudgés.
- La nouvelle définition du soumissionnaire couvre tous les distributeurs de titres d'État ainsi que les clients et s'applique aux corporations, 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.
- 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 aux adjudications jusqu'à une certaine limite. 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 soumissions de chaque client seront assujetties à une certaine limite aux adjudications.
- 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 par télécopieur ou au site Web de la Banque du Canada (<http://www.bank-banque-canada.ca>).
- Les clients seront en mesure de présenter des soumissions aux adjudications par l'entremise des distributeurs de titres d'État. Les soumissions concurrentielles des clients doivent être indiquées séparément de celles du distributeur et être accompagnées du numéro matricule du client octroyé par la Banque du Canada.
- Les clients ne régleront pas leurs opérations directement auprès de la Banque du Canada. Les distributeurs 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).

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 du pourcentage de sa limite de soumission par la valeur nominale de l'encours du titre adjugé. Des exemples sont fournis à cet égard à l'Annexe 5.
- 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 et de 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, et (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 des prêts de titres, l'entité qui est propriétaire du titre visé, et non celle qui l'aurait emprunté, doit déclarer le titre en pension ou prêté dans sa position. Toutes les positions sont déclarées en fonction de la date de la 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 adjugées. Pour les autres distributeurs de titres d'État, les limites de soumission varieront de 1 à 9 %. Les soumissions faites pour le compte de clients seront assujetties à une limite distincte. Pour chaque distributeur, la limite de la soumission qu'il peut présenter pour le compte de ses clients sera égale à la limite de la soumission qu'il peut déposer pour son propre compte.
- Les limites de soumission des distributeurs seront établies conformément à leur activité 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 adjugé. 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.
- 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.

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. 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 leurs positions nettes à la Banque du Canada, indirectement par leur entremise ou directement, avant que leurs soumissions concurrentielles ne 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. Les clients doivent soumettre les changements 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 s'assurer que les clients qui présentent des soumissions savent qu'ils doivent déclarer leur position et les informer des montants qui leur auront été adjudgés au terme de l'adjudication. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard pour s'assurer de la validité des soumissions.
- Dans le cadre du processus proposé d'homologation et de confirmation, les services de vérification interne de tous les distributeurs des 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 de titres d'État qu'ils divulguent entièrement leurs opérations portant sur les titres de dette du gouvernement canadien, notamment, sur demande, les activités et les noms des clients auprès desquels le distributeur a placé des titres ou en a acheté.
- La Banque du Canada se réserve le droit de (1) lancer une enquête en vue de déterminer si les règles régissant les adjudications ont été violées; (2) informer les autorités réglementaires compétentes de cas d'opérations douteuses; (3) 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 5 proposée; et (4) 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.

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 adjudgé. 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.

Clients

- Pour les clients, la limite de soumission sera équivalente à 25 % du montant adjudgé. Les clients peuvent présenter leurs soumissions 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.
- 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 des clients que peut présenter chaque distributeur de titres d'État sera limité à 3 millions de dollars.

Annexe 3

Tableaux récapitulatifs des propositions contenues dans le premier document de travail et des révisions effectuées par la suite

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
Définition du soumissionnaire	<ul style="list-style-type: none"> • Les entités entre lesquelles existe un lien de dépendance (sans plus de précision) seront considérées comme étant un seul soumissionnaire. • Pour être considérées comme des soumissionnaires distincts, les entités appartenant à la même organisation doivent attester qu'elles n'effectuent aucun échange de renseignements sur les rendements, les montants, les positions qu'elles détiennent ou qu'elles envisagent de détenir ni sur les stratégies de placement qu'elles appliquent à l'égard des titres adjugés. 	<ul style="list-style-type: none"> • La définition du soumissionnaire ne change pas, mais cette proposition procure plus de précision. • Seules les entités ayant un statut juridique sont habilitées à déposer des soumissions aux adjudications. • Les entités qui sont affiliées entre elles seront considérées comme un seul soumissionnaire. Les entités sont affiliées entre elles lorsque l'une d'elles est sous le contrôle d'une autre ou que les deux sont sous le contrôle de la même personne. On entend par contrôle le contrôle formel par majorité des voix ainsi que l'influence déterminante directe et indirecte sur la gestion et les politiques de l'entité. • Pour être considérée comme un soumissionnaire distinct, une entité faisant partie d'un groupe doit certifier qu'elle n'effectue aucun échange de renseignements sur les rendements, les montants, les positions qu'elle détient ou envisage de détenir ni sur les stratégies de placement qu'elle applique à l'occasion de l'adjudication des titres concernés. • Une entité qui réunit les conditions pour être considérée comme un soumissionnaire distinct doit faire effectuer toutes ses activités concernant les soumissions et les achats par une entité non affiliée.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
<p>Dépôt des soumissions</p>	<p><i>Distributeurs de titres d'État</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Seuls les distributeurs de titres d'État sont habilités à déposer des soumissions directement à la Banque du Canada. • Les distributeurs de titres d'État déposent des soumissions distinctes pour leur propre compte et pour le compte de clients. • Les soumissions pour leur propre compte et pour le compte de clients sont assujetties à des limites distinctes. <p><i>Clients</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Les clients déposent des soumissions aux adjudications par l'entremise des distributeurs de titres d'État. • Les ventes de titres se font directement de la Banque du Canada à chaque soumissionnaire (distributeur de titres d'État ou client) et sont réglées par transfert de titres de la Banque du Canada au Service de compensation des titres d'emprunt. • Les soumissionnaires sont tenus de déposer à la Banque du Canada les instructions relatives au règlement avant l'adjudication, et les soumissionnaires autres que les distributeurs de titres d'État peuvent être tenus d'avoir une ligne de crédit auprès de leur agent de règlement. 	<ul style="list-style-type: none"> • Il incombe aux distributeurs de titres d'État d'effectuer les paiements relatifs aux titres obtenus par les clients pour lesquels ils ont déposé des soumissions. Ainsi, la Banque du Canada n'exigera pas des clients qu'ils déposent des instructions relatives au règlement chez elle ni qu'ils disposent d'une ligne de crédit auprès de leur agent de règlement. De tels arrangements seront dorénavant du ressort des clients et des distributeurs de titres d'État qui servent d'intermédiaires aux adjudications.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
<p>Limites de soumission et positions nettes</p> <p>Distributeurs de titres d'État</p>	<ul style="list-style-type: none"> La limite de soumission d'un distributeur de titres d'État à une adjudication pour son propre compte est équivalente à sa limite de soumission spécifique diminuée de sa position longue nette excédant le produit du pourcentage de sa limite de soumission et de la valeur de l'encours du titre adjudgé. Inversement, toute position à découvert jusqu'à concurrence de 10 % du montant mis aux enchères sera ajoutée à la limite de soumission. La Banque du Canada se réserve le droit de fixer les limites de soumission individuelles des entités en deçà de la limite maximale. Les soumissions des clients ne seront pas soustraites des limites de soumission des distributeurs de titres d'État. La limite de soumission d'un distributeur de titres d'État pour le compte de clients sera égale à sa propre limite de soumission. 	<ul style="list-style-type: none"> On a supprimé la possibilité d'ajouter à la limite de soumission à l'adjudication une position à découvert nette jusqu'à concurrence de 10 % du montant adjudgé. On n'effectuera des ajustements que pour des positions longues nettes. Les limites de soumission maximales aux adjudications d'obligations pour les négociants principaux varieront de 10 à 25 % en fonction des montants obtenus par chaque distributeur aux adjudications précédentes (à la fois pour leur propre compte et pour le compte de clients) et des opérations sur le marché secondaire. Les limites de soumission des autres distributeurs de titres d'État varieront de 1 à 9 %. La limite de soumission maximale aux adjudications de bons du Trésor pour les négociants principaux sera de 25 %. Pour les autres distributeurs de titres d'État, elle sera de 10 % du montant adjudgé.
<p>Limites de soumission et positions nettes</p> <p>Clients</p>	<ul style="list-style-type: none"> La limite de soumission à une adjudication d'un client sera égale à sa limite de soumission diminuée de sa position longue nette dépassant le produit du pourcentage de sa limite de soumission par le montant de l'encours du titre à adjuger. Inversement, une position à découvert nette sera ajoutée à la limite de soumission à hauteur de 10 % du montant du titre à adjuger. Il incombe à chaque client de veiller à ce que le montant total de ses soumissions par l'entremise de tous les distributeurs de titres d'État n'exède pas sa limite de soumission. 	<ul style="list-style-type: none"> On a supprimé la possibilité d'ajouter à la limite de soumission à une adjudication une position à découvert nette jusqu'à concurrence de 10 % du montant à adjuger. On n'effectuera des ajustements que pour des positions longues nettes. La limite de soumission maximale pour un client aux adjudications d'obligations sera de 25 %. La limite de soumission maximale pour un client aux adjudications de bons du Trésor sera également de 25 %.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
Soumissions non concurrentielles	<ul style="list-style-type: none"> Aucune proposition précise n'avait été avancée. 	<ul style="list-style-type: none"> Tous les distributeurs de titres d'État et tous les clients sont habilités à déposer des soumissions non concurrentielles, en sus de soumissions concurrentielles. La limite maximale des soumissions non concurrentielles pour les distributeurs de titres d'État ou les clients est de 3 millions de dollars pour les adjudications d'obligations du gouvernement canadien ou pour chaque tranche d'une adjudication de bons du Trésor. Tous les distributeurs de titres d'État seront habilités à déposer des soumissions non concurrentielles pour le compte de clients. Le montant total des offres non concurrentielles que les distributeurs de titres d'État peuvent déposer pour le compte de clients est de 3 millions de dollars.

	PROPOSITION ORIGINALE	MODIFICATIONS
<p>Exigences en matière de déclaration</p>	<p><i>Déclaration des positions nettes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer leurs positions globales nettes à la Banque du Canada au moment de déposer leurs soumissions. Les clients doivent déclarer leurs positions globales nettes soit directement à la Banque du Canada soit à un distributeur de titres d'État qui déposera les soumissions au nom de ces derniers chaque fois que le total de leurs soumissions majoré de leur position nette à l'égard du titre adjudgé est égal ou supérieur à 100 millions de dollars. <p><i>Homologation et confirmation</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Tous les soumissionnaires doivent attester chaque année que les renseignements qu'ils fournissent à la Banque du Canada sont exacts. Il incombe aux distributeurs de titres d'État de communiquer à leurs clients les parts du titre obtenues à l'adjudication. Tout client dont la soumission est acceptée doit fournir à la Banque du Canada une confirmation écrite de l'opération. Toutes les soumissions de clients supérieures ou égales à 200 millions de dollars qui auront été acceptées seront confirmées par téléphone avant le règlement. La Banque du Canada effectuera des vérifications au hasard des soumissions présentées par les distributeurs de titres d'État. <p><i>Renseignements concernant l'activité sur les marchés</i></p> <ul style="list-style-type: none"> On pourra demander aux distributeurs de titres d'État de fournir, de temps à autre, des relevés plus détaillés d'opérations portant sur des émissions précises de façon qu'on puisse comprendre plus clairement pourquoi certains titres se négocient à des prix supérieurs à leur valeur fondamentale. 	<p><i>Déclaration des positions nettes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Les distributeurs de titres d'État doivent déclarer leurs positions globales nettes sur le titre adjudgé au moment du dépôt des soumissions. Les clients doivent déclarer leurs positions globales nettes sur le titre adjudgé, directement à la Banque du Canada ou au distributeur de titres d'État qui présentera une soumission concurrentielle au nom de ces derniers, quelle que soit la taille totale de la soumission ou de la position nette du client. La déclaration directe des positions à la Banque du Canada doit être faite une demi-heure avant l'heure de l'adjudication, à défaut de quoi la soumission concurrentielle du client sera rejetée. Lorsque le client passe par un distributeur, la déclaration de sa position doit accompagner sa soumission. Toutes les modifications d'une position supérieures à 25 millions de dollars doivent être communiquées directement à la Banque du Canada avant l'heure de l'adjudication. <p><i>Homologation et confirmation</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Les clients ne seront plus tenus de fournir une confirmation écrite à la Banque du Canada. La Banque du Canada ne confirmera pas par téléphone, avant le règlement, les soumissions des clients acceptées. <p><i>Renseignements concernant l'activité sur les marchés</i></p> <ul style="list-style-type: none"> La Banque du Canada doit être informée de toutes les activités des distributeurs portant sur les titres d'État, y compris sur demande les noms des clients auprès desquels le distributeur a placé des titres ou desquels il en a acheté.

Annexe 4

Définition spécifique du contrôle

Participation d'entités affiliées à une seule soumission

Entité désigne :

- les corporations;
- les sociétés en nom collectif;
- les fiducies;
- les fonds;
- les associations ou les organismes sans personnalité morale;
- Sa Majesté en droit du Canada ou d'une province;
- 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 corporations;
- 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 offres 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'elle est sous le contrôle de l'autre ou si les deux sont sous le contrôle de la même personne.

Une personne contrôle une corporation si :

- (a) les titres de la corporation auxquels sont assortis plus de 50 % des votes pouvant être utilisés pour élire les administrateurs de la corporation sont la propriété effective de cette personne et ces votes suffisent, s'ils sont utilisés, pour élire une majorité des administrateurs de la corporation;
- (b) la somme globale (i) des titres de la corporation qui sont la propriété effective de cette personne et (ii) des titres de la corporation 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 corporation étaient une seule et même personne, cette personne aurait le contrôle de la corporation; ou
- (c) cette personne contrôle une entité qui contrôle la corporation.

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 celle-ci est en mesure de diriger les affaires et les opérations 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 soumissionnera pas intentionnellement, conjointement avec une autre, dans la présentation d'une soumission à une adjudication.

Annexe 5

Exemple de calcul de la limite de soumission aux adjudications

La présente annexe illustre les répercussions que les règles proposées ont sur les limites de soumission à l'adjudication.

Supposons que l'encours d'une émission obligataire est de 5 milliards de dollars et que le gouvernement met aux enchères un montant supplémentaire de 2 milliards. Supposons en outre que la limite de soumission d'un participant pour son propre compte est de 25 %.

Exemple 1 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,0 milliard de \$.

	a) 0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$	
moins	b) 1,0 milliard de \$ - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,0 milliard de \$	(seulement si c'est positif)
égale	c)	= 0,5 milliard de \$	

Exemple 2 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,25 milliard de \$.

	a) 0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$	
moins	b) 1,25 milliard de \$ - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,0 milliard de \$	
égale	c)	= 0,5 milliard de \$	

Toute position longue inférieure à 1,25 milliard de \$ n'aurait donc aucune répercussion sur la limite de soumission à l'adjudication.

Exemple 3 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,5 milliard de \$.

	a) 0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$	
moins	b) 1,5 milliard - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,25 milliard de \$	
égale	c)	= 0,25 milliard de \$	

Exemple 4 : Supposons que le soumissionnaire a une position longue nette de 1,75 milliard de \$.

	a) 0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$	
moins	b) 1,75 milliard de \$ - (0,25 x 5,0 milliards de \$)	= 0,5 milliard de \$	
égale	c)	= 0,0 milliard de \$	

Toute position longue supérieure à 1,75 milliard de \$ impliquerait donc une limite de soumission à l'adjudication nulle.

Exemple 5 : Supposons que le soumissionnaire a une position à découvert de 0,5 milliard de \$.

	a) 0,25 x 2,0 milliards de \$	= 0,5 milliard de \$	
--	-------------------------------	-----------------------------	--

Les positions à découvert ne permettent pas d'augmenter la limite de soumission à l'adjudication.