



INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA
ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES



LETTRE DU PRÉSIDENT

Réflexions sur les récentes propositions des ACVM
sur la transparence des obligations de sociétés

N° 90

FAITS SAILLANTS :

En proposant un modèle de transparence s'appliquant aux obligations de sociétés qui est très différent du modèle actuel, les ACVM doivent s'assurer qu'elles en connaissent toutes les conséquences.

Il est peu probable que le système de supervision des titres d'emprunt de l'OCRCVM, sur lequel est basé le nouveau modèle de transparence, soit suffisamment souple pour permettre la mise en place d'un système de transparence efficace.

L'approche optimale serait une combinaison du modèle de transparence qui est proposé, basé sur le nouveau système de supervision de l'OCRCVM, et du système de transparence de CanPX.

En septembre 2015, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont publié leurs propositions fort attendues pour augmenter la transparence des obligations de sociétés. Le projet s'écarte du modèle de transparence utilisé actuellement par les marchés canadiens des titres d'emprunt et il pourrait prendre d'autres directions dans les prochaines années. Les ACVM ont décidé de mettre en place un moteur de transparence pour les marchés des titres d'emprunt basé sur le Système d'établissement de relevés des opérations sur le marché (SEROM 2.0) de l'OCRCVM. La première phase, qui entrera en vigueur à la mi 2016, obligera les sociétés de courtage et leurs sociétés affiliées qui distribuent des titres gouvernementaux à déclarer les opérations sur obligations à l'organisme d'autorégulation. La deuxième phase de la mise en œuvre du système de déclaration des titres d'emprunt, qui entrera en vigueur à la mi 2017, obligera toutes les autres sociétés de courtage à déclarer leurs opérations.

Avant de changer les règles de transparence s'appliquant aux obligations de sociétés, les ACVM doivent : s'assurer qu'elles connaissent toutes les conséquences du modèle qu'elles proposent; et être certaines que les nouvelles règles contribueront à mieux protéger l'intérêt public. Il est nécessaire de mener d'autres consultations et de poursuivre les réflexions sur ces deux éléments.

Comme point de départ, il serait approprié que les ACVM examinent le système actuel de transparence des marchés des titres d'emprunt de sociétés pour savoir s'il est adéquat et qu'elles envisagent d'autres solutions de rechange qui fourniraient des prix d'obligations représentatifs des marchés pour aider les investisseurs et leurs conseillers à prendre de bonnes décisions de placement malgré l'opacité des marchés des titres d'emprunt de gré à gré. On devrait aussi reconnaître qu'au cours des dernières années, les organismes de réglementation canadiens ont agi de

façon responsable et qu'ils ont joué un rôle de premier plan dans la transparence des obligations. Au cours des quinze dernières années, les ACVM ont incité le secteur des valeurs mobilières à mettre en place et gérer le système de transparence de CanPX – bien avant que les organismes de réglementation européens s'intéressent au sujet, et avant que les organismes de réglementation américains instaurent le système TRACE pour les obligations de sociétés. L'ACCVM est le secrétariat général de CanPX.

Le système de transparence de CanPX

Depuis la fin des années 1990, les organismes de réglementation canadiens ont imposé constamment des normes de plus en plus sévères à CanPX en plus de l'assujettir continuellement à des audits complets et à une supervision rigoureuse.

Les organismes de réglementation, en collaboration avec un échantillon représentatif de participants au marché, ont augmenté la transparence des obligations sur les marchés canadiens des titres à revenu fixe. CanPX offre actuellement : 1) les informations suivantes en temps réel qu'il n'est pas obligatoire de fournir sur les obligations des gouvernements fédéral et provinciaux : un large éventail de cours acheteur et vendeur avant et après l'opération, et de prix après l'opération ainsi que les volumes de négociation; et 2) les prix après l'opération qu'il est obligatoire de fournir pour environ 450 obligations de sociétés (titres d'emprunt de sociétés dont le volume de négociation est de 2 M\$ et plus s'il s'agit d'une émission de qualité, ou de 200 000 \$ et plus s'il s'agit d'une émission de moins bonne qualité) qui ont été choisies à cause de leur relative liquidité et leur popularité sur le marché auprès des investisseurs. On estime que ces obligations désignées comptent pour environ les deux tiers des obligations de sociétés négociées sur les marchés.

On s'attend à ce que les organismes réglementaires

reconnaissent CanPX comme agence de traitement de l'information (ATI) jusqu'à la mi-2016, et peut-être même plus tard. Par la suite, le nouveau système de transparence projeté remplacera CanPX. En perdant son titre d'ATI, il est probable que la participation des sociétés de courtage diminuera ce qui mettra fin au service de transparence des obligations de sociétés offert par CanPX. Cela pourrait même amener CanPX à mettre fin à son service de transparence des obligations gouvernementales, ce qui diminuerait alors la transparence des marchés des obligations gouvernementales. À l'heure actuelle, une dispense de l'application des règles de transparence pour les titres d'emprunt gouvernementaux est en vigueur. La dispense a été prorogée jusqu'au 1er janvier 2018.

De prime abord, un système de transparence fondée sur un cadre réglementaire qui régit les informations à fournir sur toutes les obligations négociées sur le marché, et qui est modifié de temps à autre par des ajustements stratégiques décidés à la suite de consultations avec des participants au marché, peut avoir du sens.

Cependant, l'élément clé de tout système de transparence est sa souplesse pour lui permettre de s'adapter aux diverses exigences de transparence nécessaires pour maintenir la liquidité de l'obligation. La souplesse du système de transparence est indispensable pour éviter que les informations sur les opérations et que le moment de leur publication diminuent la liquidité de l'obligation. L'établissement du juste rapport entre les informations et les diverses caractéristiques des obligations de sociétés a donné lieu à des débats vigoureux de la part des organismes de réglementation qui supervisent les marchés des obligations de sociétés en Europe et aux États-Unis. Par exemple, en Europe on a proposé de rendre obligatoires un test de liquidité et des critères pour établir le degré de transparence des obligations. La quantification de l'impact sur la liquidité d'une obligation, basée sur les nouveaux cours acheteur et vendeur suivant immédiatement le dernier prix de négociation, est devenue plus impérative avec la détérioration et l'effritement récents et persistants des marchés secondaires des titres d'emprunt de sociétés.

Le système de transparence de CanPX a toujours tenu compte de la possibilité de modifier la transparence : seuils sur le volume de négociation des obligations de sociétés; décalage d'une heure avant de diffuser les informations sur les opérations d'obligations liquides de sociétés; et extension progressive de la liste des obligations moins liquides affichées par le système de CanPX – une procédure basée sur des consultations avec les organismes de réglementation et un comité consultatif constitué de sociétés de courtage et participants du côté acheteur. CanPX offre gratuitement aux investisseurs les cours quotidiens des obligations sur son site Web. La procédure minutieuse et prudente suivie par CanPX avant d'augmenter le nombre d'obligations sur sa liste d'obligations lui a valu de temps à autre des reproches à cause de sa lenteur à incorporer de nouveaux titres, même si presque toutes les obligations liquides de sociétés qui ont une importance pour les investisseurs de détail sont maintenant sur la liste.

Lacunes du système proposé

Il est peu probable que le système de supervision des titres

d'emprunt de l'OCRCVM sur lequel est basé le nouveau modèle de transparence puisse être suffisamment souple pour satisfaire aux exigences d'un système efficace de transparence. En basant le système de transparence des titres d'emprunt de sociétés sur le SEROM 2.0, les informations sur les opérations seront rendues publiques à T+2 (deux jours après l'opération), afin de donner à la société de courtage qui fournit les renseignements et à l'OCRCV le temps nécessaire pour recueillir et traiter l'information. Le décalage peut être augmenté pour des fins de transparence à plus de deux jours pour certaines obligations non liquides, par exemple celles qui sont négociées principalement par des intermédiaires, ou celles qui sont complètement exclues par le mécanisme de transparence.

Les propositions des ACVM prévoient aussi que le décalage de diffusion puisse être raccourci pour des obligations liquides en modifiant le système de déclaration des obligations de l'OCRCVM par l'adoption d'une règle raccourcissant le décalage de diffusion des obligations de sociétés, par exemple une diffusion à T+1 après le règlement de l'opération. Cependant, il est inévitable qu'effectuer un tel changement coûtera cher au système de déclaration des titres d'emprunt. De plus, raccourcir le décalage de diffusion pour une diffusion encore plus rapide de l'information n'est pas pratique. En effet, le système de supervision des titres d'emprunt de l'OCRCVM, sur lequel est basé le nouveau système de transparence proposé, ne pourra en aucun cas égaler le décalage de diffusion d'une heure pour les obligations liquides désignées de sociétés qu'offre actuellement le système de CanPX.

Les ACVM sont au courant du problème de décalage du système de diffusion qui est proposé. Cependant, elles font valoir que la diffusion d'informations sur toutes les obligations de sociétés par le SEROM 2.0, même s'il y a un décalage de deux jours, est préférable à un système d'informations dont le décalage est plus court à cause de solutions de rechange pour les obligations liquides dont les activités de négociation intrajournalières sur les marchés sont fréquentes. L'ACVM n'est pas d'accord avec cette allégation. Elle a souligné dans son mémoire transmis aux ACVM que la diffusion d'informations sur toutes les obligations de sociétés, même avec un décalage de deux jours, est susceptible de nuire aux activités de tenue de marché des obligations non liquides de sociétés, ce qui prolongera l'exposition des sociétés de courtage au risque de marché. Peut-être encore plus important, il est rare que des investisseurs de détail négocient des obligations non liquides offertes en grande quantité sur le marché. D'un autre côté, le décalage obligatoire de deux jours avant de diffuser des informations sur des obligations liquides de sociétés désavantage les investisseurs de détail à cause du manque d'informations récentes nécessaires pour prendre de bonnes décisions de négociation intrajournalières.

L'approche optimale de transparence

L'approche optimale serait une combinaison du modèle de transparence qui est proposé, basé sur le nouveau système de supervision de l'OCRCVM, et du système de transparence de CanPX. Pour une certaine catégorie d'obligations dont les informations sont diffusées et qui seront choisies après consultations avec des participants au marché, le système de diffusion d'informations de

l'OCRCVM pourrait diffuser à T+2 après le règlement de l'opération les cours des obligations de sociétés qui sont négociées en tenant compte des seuils sur le volume de négociation. D'ailleurs, certaines des obligations qui sont les moins liquides pourraient être exclues du décalage T+2 pour une période prolongée, ou complètement exclues. Cependant, dans un tel cas, le système de transparence de CanPX garderait son titre d'ATI autorisée assujettie à la supervision des organismes de réglementation et à leurs audits. CanPX continuerait à publier en temps réel les cours des titres du gouvernement canadien et leurs volumes de négociation ainsi qu'une liste approuvée de titres de sociétés de diverses liquidités avec des seuils sur le volume de négociation. Cette liste d'environ 450 obligations de sociétés serait publiée avec un décalage d'une heure.

La liste pourrait s'allonger et contenir plus que 450 obligations, notamment des obligations qui sont moins liquides sur le marché. Les organismes de réglementation, en collaboration avec des participants au marché, choisiraient les obligations de sociétés à ajouter à la liste et décideraient du décalage avant la diffusion de ces obligations moins liquides. Leur décision devrait tenir compte que l'objectif de la transparence est d'abord et avant tout d'aider les plus petites institutions, les investisseurs de détail moins avertis et leurs conseillers financiers à connaître les justes cours du marché. De plus, l'expansion proposée au système de CanPX devrait tenir compte que généralement les investisseurs de détail achètent les titres d'emprunt de sociétés par l'intermédiaire de fonds communs de placement et de FNB, ce qui rend inutile une transparence absolue des informations sur des titres d'emprunt de sociétés moins connus et rarement négociés.

Conserver le système de CanPX éviterait aussi de soulever des questions épineuses et d'y répondre. Par exemple :

- Le système de transparence actuel de CanPX qui permet une vaste diffusion d'informations sur les opérations portant sur des obligations de sociétés et du gouvernement continuera-t-il à fonctionner s'il n'est plus autorisé officiellement comme système de transparence?
- Si le système de transparence qui est proposé, basé sur le système de supervision des titres d'emprunt de l'OCRCVM, devient le seul système de transparence officiel, quelles entités auront droit aux produits générés par la vente des renseignements à des revendeurs de renseignements et autres tiers?
- À combien estime-t-on les coûts générés par les changements structurels au système de supervision des titres d'emprunt de l'OCRCVM nécessaires pour se conformer aux changements d'exigences de transparence, et qui les défrayera?

Conclusion

C'est le bon moment pour examiner complètement le système de transparence des obligations de sociétés, car : plusieurs pays ont mis l'accent sur la transparence du marché en adoptant des réglementations; la popularité des fonds d'investissement, notamment les FNB, auprès des investisseurs de détail au détriment de titres négociés individuellement; et le nouveau système de supervision des titres d'emprunt de l'OCRCVM qui régit les marchés des titres d'emprunt. Il est nécessaire que les organismes de réglementation mettent au point un système assez souple pour appairer le régime de transparence au taux de rotation des obligations afin d'éviter de diminuer la liquidité.

Le système de supervision de l'OCRCVM est un système de transparence utile pourvu que des précautions soient prises au moment de la diffusion des informations sur les obligations. Cependant, ce système de supervision n'est pas assez souple pour assurer une transparence du marché obligataire suffisamment efficace pour répondre aux besoins des investisseurs qui négocient des obligations de sociétés liquides et non liquides. Le système de transparence actuel de CanPX, dont l'importance pour les marchés des titres à revenu fixe pendant des années est sous-estimée, devrait continuer à être autorisé et supervisé par les organismes de réglementation, tout en réalisant le projet de transparence proposé, afin de garantir que les besoins du marché seront satisfaits.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Décembre 2015