

Le 16 octobre 2017

Alp Eroglu
Organisation internationale des commissions de valeurs
Calle Oquendo 12
28006 Madrid
Espagne
Lettre envoyée par courriel à l'adresse : consultation-06-2017@iosco.org

Objet : Rapport de consultation de l'OICV– Commentaires du public sur le rapport *Regulatory Reporting and Public Transparency in the Secondary Corporate Bond Markets*

FAIR Canada a le plaisir de présenter ses commentaires sur le rapport de consultation de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) portant sur l'examen des marchés des obligations de sociétés et visant particulièrement les problèmes en matière de déclaration réglementaire, de transparence et de cueillette et comparaison de données entre les territoires de compétence (le « rapport de consultation »).

FAIR Canada est un organisme sans but lucratif national de défense des investisseurs. En tant que voix nationale pour les investisseurs, FAIR Canada s'est engagée à promouvoir une meilleure protection pour les investisseurs en matière de réglementation des valeurs mobilières. Consultez le site www.faircanada.ca pour obtenir de plus amples renseignements.

FAIR Canada appuie les recommandations générales du rapport de consultation selon lesquelles les autorités réglementaires doivent disposer de suffisamment d'information pour remplir leurs fonctions de réglementation, qu'elles devraient envisager de mettre en œuvre des mesures pour améliorer la transparence avant la négociation sur les marchés des obligations de sociétés et d'instaurer une transparence après la négociation. FAIR Canada croit que certaines recommandations pourraient aller plus loin et elle présente une recommandation supplémentaire concernant la transparence de la rémunération visant les obligations.

1. FAIR Canada appuie les sept recommandations

1.1. FAIR Canada appuie les sept recommandations suivantes figurant dans le rapport de l'OICV :

- I. *Disponibilité des données sur les marchés des obligations de sociétés* – Les autorités de réglementation devraient être en mesure d'obtenir les renseignements nécessaires pour mieux comprendre le marché des obligations de sociétés dans leur territoire de compétence. Cette compréhension devrait comprendre les caractéristiques du marché et les types d'obligations négociées.
- II. *Accent sur la qualité des données et l'harmonisation des normes en matière de données* – Afin de faciliter la compréhension transfrontalière des organismes de réglementation des marchés des obligations, il serait nécessaire de mettre en place un cadre clair et une méthodologie sous-jacente en matière de rapport réglementaire et de transparence.

- III. *Exigences de déclaration concernant les rapports réglementaires avant la négociation* – Les autorités de réglementation devraient avoir accès –directement ou sur demande – aux renseignements disponibles concernant les obligations de sociétés avant la négociation. Cela peut comprendre les renseignements autres que ceux visant les cours acheteurs fermes et les offres, comme les manifestations d'intérêt.
- IV. *Exigences de déclaration concernant les rapports réglementaires après la négociation* – Les autorités de réglementation devraient mettre en place des exigences de déclaration concernant les rapports réglementaires après la négociation (transaction) pour les négociations sur les marchés secondaires d'obligations de sociétés. Si l'on tient compte des spécificités du marché, ces exigences devraient être étalonnées de façon à atteindre un haut niveau de déclaration. Ces exigences devraient inclure la déclaration de renseignements sur l'identification des obligations, le prix, le volume, l'indicateur d'achat et de vente et le délai d'exécution.
- V. *Exigences de transparence avant la négociation* – Les autorités de réglementation devraient envisager de mettre en œuvre des mesures pour améliorer l'accès à l'information avant toute négociation visant des obligations de sociétés, en tenant compte des répercussions possibles de la transparence avant la négociation sur la liquidité du marché.
- VI. *Exigences de transparence après la négociation* – Les autorités de réglementation devraient mettre en œuvre des exigences de transparence après la négociation (transaction) pour les négociations sur les marchés secondaires d'obligations de sociétés. Si l'on tient compte des spécificités du marché, ces exigences devraient être étalonnées de façon à atteindre un haut niveau de transparence après la négociation. Elles devraient également tenir compte des répercussions possibles de la transparence après la négociation sur la liquidité du marché. Ces exigences en matière de transparence après la négociation devraient à tout le moins inclure la déclaration de renseignements sur l'identification des obligations, le prix, le volume, l'indicateur d'achat et de vente et le délai d'exécution.
- VII. *Consolidation des données* – Lorsqu'il y a transparence des données relatives aux obligations de sociétés après la négociation, les autorités de réglementation devraient prendre des mesures pour faciliter la consolidation de ces données.

2. Commentaires de FAIR Canada

- 2.1. FAIR Canada croit que les investisseurs ont intérêt à ce que les marchés soient pleinement transparents quant à la divulgation des prix, dans un contexte où les offres d'achat et de vente concurrentes sont dévoilées et exécutées au meilleur prix possible, et conclues immédiatement, et dans lequel toutes les commissions (et toute la rémunération) sont divulguées. Ce n'est actuellement pas le cas pour le marché des titres à revenu fixe du Canada. Les ordres sont exécutés selon le principe du meilleur effort pour obtenir un prix équitable (plutôt que le meilleur prix). Il s'agit d'un marché opaque, tout particulièrement pour les investisseurs particuliers¹, et, par rapport aux autres territoires de compétence, on a dit de ce marché qu'il est l'un des pires sur le plan de la transparence, et bon dernier au chapitre de la liquidité².

¹ Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), «The Canadian Fixed Income Market», (2014), page 17 («rapport de la CVMO»).

² Ari Altstedter, « Canada's Bond Market Among the World's Worst for Transparency, Say Traders », (7 juillet 2014), Bloomberg News for the Financial Post.

- 2.2. Les produits à revenu fixe représentent toujours d'importants investissements pour les investisseurs particuliers, car ils permettent de composer des portefeuilles diversifiés et offrent un bon ratio risque-rendement. Par exemple, comparativement aux dépôts bancaires, les obligations de sociétés offrent un flux de trésorerie prévisible et de meilleurs rendements. Habituellement, les obligations de sociétés offrent également un meilleur rendement que les obligations d'État. On croit qu'en raison de la population vieillissante, la demande des investisseurs sera surtout orientée vers les produits à revenu fixe, compte tenu de leur capacité à générer un revenu régulier, à préserver le capital et à offrir des rendements plus stables³. C'est pourquoi il est important de favoriser l'équité et l'efficacité du marché.
- 2.3. Les organismes de réglementation canadiens disposent de données limitées sur la quantité d'obligations que détiennent directement ou indirectement les investisseurs particuliers⁴. Dans un article assez récent publié dans *The Globe and Mail*, on révèle que les investisseurs particuliers au Canada ont placé près de 535 milliards de dollars dans les titres à revenu fixe, soit 230 milliards directement et 305 milliards indirectement dans des fonds communs de titres à revenu fixe et équilibrés et dans des fonds négociés en bourse. On estime que les Canadiens placent 20 p. 100 de leur patrimoine financier dans les titres à revenu fixe, directement et indirectement⁵. Clairement, c'est un secteur important du marché pour les investisseurs particuliers.
- 2.4. Au Canada, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) est responsable du traitement de l'information en vertu du Règlement 21-101 et recueillera l'information sur toutes les opérations de titres à revenu fixe exécutées par ses courtiers membres, conformément à sa règle Déclaration d'opérations sur titres de créance⁶. FAIR Canada est favorable à l'accumulation massive de données par les organismes de réglementation afin d'améliorer le processus de prise de décisions et la réglementation du marché des titres à revenu fixe. Nous croyons qu'il convient d'exiger que tous les participants au marché rapportent l'information sur les opérations de titres à revenu fixe à l'OCRCVM, de sorte que ce dernier puisse établir une banque de renseignements approfondie, y compris sur les courtiers du marché dispensés.
- 2.5. Les organismes de réglementation devraient s'efforcer d'améliorer leur capacité de recueillir des données et de comprendre la taille du marché qu'ils réglementent. Afin d'augmenter l'intégrité du marché, FAIR Canada appuie la collecte de renseignements exhaustifs par les organismes de réglementation. Les données doivent être aussi exhaustives que possible, en incluant tous les participants pertinents au marché.

Transparence après la négociation

³ Federico Knautd, « Why Canada Needs Transparent Corporate Bond Markets », (30 octobre 2014), *The Globe and Mail*.

⁴ Rapport de la CVMO, page 17.

⁵ Knautd, « Why Canada Needs Transparent Corporate Bond Markets ». Le rapport de la CVMO (pages 18 et 19) comprend les renseignements suivants sur la participation des investisseurs particuliers : selon des rapports d'Investor Economics, au Canada, les obligations détenues directement (tant celles de sociétés que celles d'État) représentent environ 10 p. 100 des actifs au détail détenus dans les comptes de courtage à service complet. Dans le cas des services de courtage en ligne ou réduits, les obligations représentent environ 3 p. 100 de l'actif des clients. Des études réalisées ailleurs montrent que les investisseurs particuliers contribuent surtout aux marchés des obligations de sociétés en investissant dans les fonds communs. La Banque du Canada estime que 16 p. 100 des obligations de sociétés restantes émises au Canada sont placées dans les fonds communs. Selon Investor Economics, à la lumière des données de 2014, les fonds communs de placement de titres à revenu fixe établis au Canada avaient 312 milliards de dollars en fonds sous mandat de gestion.

⁶ Avis de consultation 21-315 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM), Prochaines étapes en matière de réglementation et de transparence du marché des titres à revenu fixe, (15 septembre 2015, page 2)

- 2.6. Au Canada, les organismes de réglementation ont amélioré la transparence dans le cas des titres de créance de sociétés en suggérant que les renseignements sur les opérations exécutées par des courtiers pour ces titres soient rendus publics, sous réserve d'un délai de diffusion et de plafonds de volume, d'ici à la fin de 2017.
- 2.7. Ces renseignements seront assujettis à un « délai de diffusion » de deux jours suivant l'opération (c.-à-d. à T+2). Ils feront également l'objet de plafonds de volume. Les ACVM expliquent que cela veut dire que le véritable volume des transactions dépassant 2 millions de dollars en obligations de sociétés de qualité supérieure et 200 000 \$ en obligations de sociétés de qualité inférieure ne sera pas affiché, mais plutôt indiqué comme 2 000 000 \$+ et 200 000 \$+, respectivement. Ces plafonds de volume sont les mêmes qu'aujourd'hui⁷.
- 2.8. Tel qu'il est indiqué dans le tableau 6 du rapport de consultation, les États-Unis utilisent le système Transaction Reporting and Compliance Engine, ou TRACE, qui exige que les courtiers d'obligations rapportent en temps réel les transactions sur obligations (dans les 15 minutes). La Financial Industry Regulatory Authority rend gratuitement ces données accessibles au public. En Europe, le *Règlement sur les marchés d'instruments financiers* exigera que les renseignements après la négociation soient rendus publics en temps réel ou presque, si techniquement possible. Nous comprenons que ces renseignements seront visés par un délai dans certains cas (pour les transactions d'envergure ou les produits moins liquides)⁸. **FAIR Canada suggère que l'OICV tienne compte des recommandations concernant le délai de publication, en plus du contenu des exigences en matière de transparence après la négociation.**

Transparence avant la négociation

- 2.9. **FAIR Canada suggère que l'OICV aille plus loin et fasse pression sur les organismes de réglementation pour qu'ils prennent des mesures afin d'améliorer la disponibilité des renseignements avant la négociation concernant les obligations de société, plutôt que seulement « envisager des mesures ».** Les renseignements avant la négociation sont importants pour améliorer le processus de détermination des prix et prendre des décisions éclairées. L'Union européenne est un chef de file à cet égard.

Transparence et liquidité

- 2.10. FAIR Canada suggère que l'OICV examine de près l'argument selon lequel l'augmentation de la transparence pourrait avoir des conséquences sur la liquidité. Cet argument de l'industrie doit être bien analysé pour en déterminer l'exactitude, car de tels arguments pourraient être avancés pour servir des intérêts personnels et témoigner d'une volonté forte de maintenir le statu quo, compte tenu des profits réalisés dans le système actuel. Nous apprécions l'analyse documentaire dans le rapport de consultation⁹. **Nous recommandons que l'OICV évalue le besoin de mener des études indépendantes plus poussées dans le but de mieux comprendre quand, comment et dans quelles conditions la liquidité sera touchée.** L'incidence sur la liquidité (le cas échéant) devrait aussi être pesée par rapport aux améliorations à l'équité et à l'efficacité du marché découlant de la diminution de l'asymétrie de l'information et des rentes économiques plus faibles.

Recommandation supplémentaire à l'intention de l'OICV

⁷ Avis de consultation 21-215 du personnel des ACVM, page 7.

⁸ Voir l'Avis d'approbation des ACVM sur les modifications au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (23 octobre 2014).

⁹ Rapport de consultation de l'OICV, pages 12 et 13.

- 2.11. **FAIR Canada recommande que l'OICV examine également le cadre de réglementation de chacun des territoires de compétence en ce qui concerne la divulgation du montant d'indemnités reçus directement et indirectement par les sociétés de courtage à l'égard des négociations d'obligations de sociétés.** L'OICV devrait envisager une recommandation en ce qui concerne la divulgation et la transparence à l'intention des investisseurs à propos des commissions sur les transactions et les coûts qu'ils engagent (y compris le montant de toute majoration ou dévalorisation) dans l'objectif d'une meilleure transparence et équité. Les investisseurs ne sauront pas qu'ils ont bénéficié d'un commerce équitable (encore moins d'une meilleure expédition) si les coûts liés aux échanges ne sont pas connus et bien compris.

Nous vous remercions de nous avoir donné la possibilité de formuler, par la présente, nos commentaires et nos points de vue. Nous acceptons que ce document soit rendu public, et nous serions heureux d'en discuter avec vous à votre convenance. N'hésitez pas à communiquer avec Frank Allen au 416-214-3443 (frank.allen@faircanada.ca) ou avec Marian Passmore au 416-214-3441 (marian.passmore@faircanada.ca).

Veuillez agréer l'expression de nos sentiments distingués.



Fondation canadienne pour l'avancement des droits des investisseurs

C.c. : British Columbia Security Commission
Alberta Securities Commission
Financial and Consumer Affairs Authority (Saskatchewan)
Commission des valeurs mobilières du Manitoba
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
Autorité des marchés financiers
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)
Superintendent of Securities, Department of Justice and Public Safety, Île-du-Prince-Édouard
Nova Scotia Securities Commission
Securities Commission of Newfoundland and Labrador
Surintendant des valeurs mobilières, Territoires du Nord-Ouest
Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut