

## Avis 31-346 du personnel des ACVM

*Indications concernant l'application de la dispense pour courtier international aux placements de titres à revenu fixe en monnaie étrangère effectués par des émetteurs canadiens*

Le 1<sup>er</sup> septembre 2016

### Objet

Le personnel (le **personnel** ou **nous**) des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les **ACVM**) publie le présent avis (l'**avis**) pour :

- souligner l'attention que les ACVM portent aux préoccupations exprimées par certains investisseurs institutionnels canadiens en raison de l'accès restreint pour les courtiers internationaux aux opérations visées sur les titres à revenu fixe d'émetteurs canadiens libellés en monnaie étrangère;
- préciser le champ d'application de la dispense pour courtier international prévue par la Norme canadienne 31-103 sur les *obligations et dispenses d'inscription et les obligations continues des personnes inscrites* (la **Norme canadienne 31-103**) en ce qui concerne les opérations visées sur titres à revenu fixe d'émetteurs canadiens libellés en monnaie étrangère;
- définir les circonstances dans lesquelles le personnel serait disposé à recommander des dispenses pour faciliter l'accès des émetteurs et investisseurs institutionnels canadiens aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

Les ACVM n'ignorent pas que des participants au marché font état d'un apparent déclin de la liquidité des marchés canadiens des titres à revenu fixe. Elles comprennent que certains estiment que les récentes modifications du régime réglementaire canadien puissent y avoir contribué. Par conséquent, nous publions les présentes indications pour préciser le champ d'application de la dispense pour courtier international prévue par la Norme canadienne 31-103 et confirmer la volonté du personnel de recommander des dispenses, au besoin, pour faciliter l'accès des émetteurs et investisseurs institutionnels canadiens aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

### Contexte

En collaboration avec la Banque du Canada, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (**OCRCVM**) et d'autres intervenants, les ACVM surveillent plusieurs facteurs de vulnérabilité potentielle du système financier du Canada, notamment la

perception de déclin de la liquidité des marchés canadiens des titres à revenu fixe dont certains participants au marché font état<sup>1</sup>.

Par ailleurs, les ACVM collaborent avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) à l'examen en cours de l'état de la liquidité des marchés mondiaux des titres à revenu fixe. Elles font remarquer que cette organisation estime, dans son rapport intitulé *Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets*, qu'il n'existe aucune preuve concluante de détérioration notable de la liquidité de ces marchés par rapport à la norme historique des périodes hors-crise. Les conclusions de l'OICV reposent sur une analyse détaillée de mesures de la liquidité, les résultats de sondages effectués par le secteur et les organismes de réglementation, des table rondes organisées avec le secteur et une analyse de recherches notamment universitaires et gouvernementales<sup>2</sup>.

Les ACVM consultent également plusieurs intervenants, dont des représentants de l'Association canadienne des investisseurs obligataires (CBIA), qui craignent que les mesures prises par certains courtiers étrangers en ce qui concerne leur participation aux marchés des titres à revenu fixe aient pu nuire à la capacité des investisseurs institutionnels canadiens d'exécuter des opérations visées sur les titres de créance d'émetteurs canadiens libellés en monnaie étrangère sur les marchés mondiaux des titres à revenu fixe<sup>3</sup>.

Nous sommes sensibles aux préoccupations liées au fait qu'une baisse de la liquidité des marchés peut augmenter les coûts et les risques pour les gestionnaires d'actifs et autres investisseurs institutionnels canadiens dans l'exercice de leur mandat et pour les émetteurs de titres de créance, notamment privés, lors de l'obtention du financement nécessaire.

Nous publions les présentes indications pour corriger les perceptions erronées éventuelles au sujet de la dispense pour courtier international prévue par la Norme canadienne 31-103 et confirmer notre volonté de recommander des dispenses pour faciliter l'accès des émetteurs et investisseurs institutionnels canadiens aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

### **Changements récents dans les pratiques du marché**

Nous comprenons que plusieurs courtiers internationaux ont récemment avisé leurs clients institutionnels canadiens qu'ils ne peuvent pas réaliser d'opérations visées sur les titres de créance d'émetteurs canadiens avec des clients canadiens en raison des récentes modifications réglementaires au Canada. Dans certains cas, les courtiers en placement canadiens qui sont membres du même groupe que ces sociétés peuvent réaliser ces opérations avec des clients institutionnels canadiens, mais, dans d'autres, ils ne sont pas en mesure d'offrir un niveau d'accès comparable aux marchés mondiaux des titres à revenu fixe.

---

1 Voir par exemple la *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin 2016), p. 18, au <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2016/06/rsf-juin2016.pdf>.

2 Le rapport 2016 sur la liquidité a été publié le 5 août 2016. On peut le consulter au <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD537.pdf>.

3 Nous savons que les intervenants ont également exprimé des préoccupations au sujet des déclarations de placement avec dispense exigées en vertu de la Norme canadienne 45-106 sur les *dispenses de prospectus*. Les ACVM les analysent séparément.

Dans ces conditions, plusieurs intervenants s'inquiètent des difficultés des investisseurs institutionnels canadiens, y compris les caisses de retraite, fonds d'investissement et autres gestionnaires d'actifs, à participer à certains placements de titres de créance d'émetteurs canadiens, notamment ceux qui sont libellés en dollars américains et effectués principalement à l'étranger, ainsi que du désavantage concurrentiel que ces investisseurs subissent en conséquence sur le plan international.

### **Clarification du champ d'application de la dispense pour courtier international**

L'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 8.18 de la Norme canadienne 31-103 prévoit que, sous réserve de certaines conditions<sup>4</sup>, l'obligation d'inscription à titre de courtier ne s'applique pas à « une opération visée sur un titre de créance avec un client autorisé<sup>5</sup> au cours du placement de ce titre si celui-ci est offert principalement dans un territoire étranger et sans qu'un prospectus ait été déposé auprès d'une autorité canadienne en valeurs mobilières en vue du placement ».

Par conséquent, le courtier international qui remplit les conditions pertinentes peut effectuer avec des investisseurs institutionnels canadiens des opérations visées sur les titres de créance de tout émetteur, notamment les titres à revenu fixe libellés en monnaie étrangère qui sont offerts par des émetteurs canadiens de titres de créance privés et publics, au moment de leur placement, si celui-ci est effectué principalement à l'étranger et que l'émetteur n'a pas déposé de prospectus au Canada.

Nous reconnaissons que la dispense pour courtier international ne traite pas explicitement de la revente des titres ni de leur négociation sur le marché secondaire par les investisseurs institutionnels canadiens, que l'opération se déroule avec un autre investisseur institutionnel au Canada ou une personne ou société située à l'étranger.

Compte tenu des orientations réglementaires, le personnel croit qu'il n'existe aucune raison de limiter la dispense prévue à l'alinéa *b* du paragraphe 2 de l'article 8.18 aux opérations visées qui sont effectuées pendant la période initiale du placement des titres ou de conclure qu'un courtier international devrait avoir la permission de vendre des titres de créance à un investisseur institutionnel canadien, mais non d'agir pour celui-ci en vue de leur revente. Nous reconnaissons cependant que les préoccupations soulevées par le libellé actuel peuvent décourager les courtiers internationaux de participer à des placements de titres à revenu fixe canadiens libellés en monnaie étrangère pour le compte de clients institutionnels canadiens.

En conséquence, le personnel publie les présentes indications afin de confirmer qu'il est disposé à recommander des dispenses permettant aux courtiers internationaux de négocier avec des

---

4 En vertu de ces conditions, le courtier international est généralement tenu d'avoir son siège ou son établissement principal dans un territoire étranger, d'être inscrit à titre de courtier dans ce territoire, de n'effectuer d'opérations visées qu'avec des émetteurs de titres ou des clients autorisés, de déposer un acte d'acceptation de compétence et de désignation d'un mandataire aux fins de signification et de fournir certains renseignements sur les risques au client autorisé relativement à son état de courtier international.

5 L'expression « client autorisé » est définie à l'article 1.1 de la Norme canadienne 31-103 et s'entend, de manière générale, de divers types d'investisseurs institutionnels.

investisseurs institutionnels pour faciliter la revente de titres de créance à un autre investisseur institutionnel au Canada ou à une personne ou société située à l'étranger, pourvu qu'ils ne soient inscrits à la cote d'aucun marché canadien et sous réserve des conditions que les ACVM jugent appropriées.

Nous reconnaissons aussi qu'il peut parfois être difficile d'établir, au moment de la revente, si les titres de créance ont été initialement offerts principalement dans un territoire étranger et si un prospectus a été déposé au Canada en vue du placement. Nous discutons actuellement avec les intervenants pour confirmer l'ampleur du problème et envisagerons de recommander des dispenses pour le résoudre si nécessaire.

Le personnel pourrait recommander de modifier la dispense pour courtier international afin de répondre à ces préoccupations dans le cadre de modifications à venir à la Norme canadienne 31-103. Dans l'intervalle, le personnel de certaines autorités en valeurs mobilières pourrait aussi recommander d'y répondre au moyen d'une décision générale. Si vous avez des commentaires, veuillez vous adresser aux membres du personnel ci-dessous.

## **Questions**

Pour toute question sur le présent avis, veuillez vous adresser à l'une des personnes suivantes :

Noémie C. Girard  
Analyste en réglementation  
Direction de l'encadrement des intermédiaires  
Autorité des marchés financiers  
418 525-0337, poste 4806  
[noemie.corneau-girard@lautorite.qc.ca](mailto:noemie.corneau-girard@lautorite.qc.ca)

Isaac Filate  
Senior Legal Counsel  
Capital Markets Regulation  
British Columbia Securities Commission  
604 899-6573  
1 800 373-6393  
[ifilate@bcsc.bc.ca](mailto:ifilate@bcsc.bc.ca)

Navdeep Gill  
Manager, Registration  
Alberta Securities Commission  
403 355-9043  
[navdeep.gill@asc.ca](mailto:navdeep.gill@asc.ca)

Liz Kutarna  
Deputy Director, Capital Markets  
Securities Division  
Financial and Consumer Affairs Authority of Saskatchewan

306 787-5871  
liz.kutarna@gov.sk.ca

Chris Besko  
Directeur et conseiller juridique  
Commission des valeurs mobilières du Manitoba  
204 945-2561 et 1 800 655-5244  
(Sans frais au Manitoba seulement)  
chris.besko@gov.mb.ca

Paul Hayward  
Senior Legal Counsel  
Compliance and Registrant Regulation  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416 593-8288  
[phayward@osc.gov.on.ca](mailto:phayward@osc.gov.on.ca)

Brian W. Murphy  
Deputy Director, Capital Markets  
Nova Scotia Securities Commission  
902 424-4592  
murphybw@gov.ns.ca

Jason Alcorn  
Conseiller juridique principal, Valeurs mobilières  
Commission des services financiers et des services aux consommateurs (Nouveau-Brunswick)  
506 643-7857  
jason.alcorn@fcnb.ca

Steven Dowling  
Acting Director  
Consumer, Labour and Financial Services Division  
Justice and Public Safety  
Gouvernement de l'Île-du-Prince-Édouard  
902 368-4551  
sddowling@gov.pe.ca

John O'Brien  
Superintendent of Securities  
Service NL  
Gouvernement de Terre-Neuve-et-Labrador  
709 729-4909  
johnobrien@gov.nl.ca

Jeff Mason  
Directeur du bureau d'enregistrement

Ministère de la Justice, gouvernement du Nunavut  
867 975-6591  
jmason@gov.nu.ca

Thomas Hall  
Surintendant des valeurs mobilières  
Ministère de la Justice  
Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest  
867 767-9305  
tom\_hall@gov.nt.ca

Rhonda Horte  
Surintendante adjointe  
Bureau du surintendant des valeurs mobilières du Yukon  
867 667-5466  
rhonda.horte@gov.yk.ca