



# CHANGEMENTS RÉCENTS OBSERVÉS SUR LES MARCHÉS DE CAPITAUX AUX ÉTATS-UNIS

MARY L. SCHAPIRO \*

Les marchés de capitaux aux États-Unis connaissent actuellement d'importants changements structurels. Le règlement dit *Regulation NMS* aura pour incidence d'entrelacer plus étroitement encore les différentes composantes du système de marché national ; les transactions récemment annoncées par le Nasdaq Stock Market, Inc. (NASDAQ) et la Bourse de New York (New York Stock Exchange - NYSE) laissent présager un mouvement de concentration des Places financières aux États-Unis ; le système de *reporting* des transactions dont dispose l'association nationale des courtiers aux États-Unis (National Association of Securities Dealers - NASD) sur le marché des obligations *corporate* soulève des questions concernant une plus grande transparence et une meilleure exécution des ordres sur ce marché. Par ailleurs, les récentes propositions en matière d'auto-réglementation formulées par la commission américaine des opérations de Bourse, la Securities and Exchange Commission (SEC), pourraient modifier le processus de gouvernance des organismes d'auto-réglementation (OAR ou SROs - *self-regulatory organizations*), exiger une plus grande responsabilité suivie lors de l'exercice des attributions de réglementation d'un OAR, et soulèvent par ailleurs des questions concernant les rôles dûment dévolus à la réglementation et aux marchés commerciaux. Le présent document tente de présenter un aperçu de ces récents événements.

\* Vice-président, National Association of Securities Dealers (NASD).

La traduction de cet article a été effectuée par CPW- Consultants Philippe Willmetz.

*RÈGLEMENT DIT « REGULATION NMS »*

Le 9 juin 2005, la SEC a adopté un ensemble de règles connu sous le nom de *Regulation NMS*, ainsi que deux amendements aux projets - communs à la profession - de diffusion des informations sur les marchés avec, à la clef, pour objectif de moderniser et de renforcer le dispositif réglementaire des marchés d'actions aux États-Unis<sup>1</sup>. Le Règlement dit *Regulation NMS* se compose de nouvelles règles de fond, notamment, d'une règle afférente à la protection des ordres (*Order Protection Rule*), d'une autre réglementant l'accès (*Access Rule*) et d'une règle régissant les opérations en échelons de cotation inférieurs à un cent (*Sub-Penny Rule*) ; ce règlement apporte par ailleurs des amendements aux règles régissant les données sur les marchés (*Market Data Rules*) et aux projets communs de la profession<sup>2</sup>. Ces règles affectent, entre autres, l'exécution et le traitement des ordres, l'accès aux Places financières, les échelons de cotation, ainsi que la diffusion des données sur les marchés et les revenus en résultant.

*Règle régissant la protection des ordres - « Order Protection Rule »*

2

Premièrement, la règle sur la protection des ordres assure - entre les différents marchés - une protection contre les opérations à prix non optimal réalisées sur des titres NMS<sup>3</sup>. Plus précisément, la règle sur la protection des ordres oblige les Places financières (incluant les Bourses de valeurs nationales, les associations nationales de courtiers, les spécialistes des marchés boursiers, les systèmes de négociation parallèles, les teneurs de marché sur les marchés de gré à gré et les positionneurs de blocs) à établir, maintenir et appliquer des politiques et procédures écrites raisonnablement destinées à prévenir les opérations à prix non optimal, ou si l'on invoque l'une des exceptions à cette règle, qui sont raisonnablement destinées à assurer le respect des modalités de cette exception. On parle « d'opération à prix non optimal », dès lors qu'une Place financière exécute un ordre à un prix inférieur au prix d'une cotation protégée, représentant souvent un ordre à cours limité d'un investisseur, affiché par une autre Place financière. La règle sur la protection des ordres impose également aux Places financières d'instaurer une surveillance régulière afin de déterminer l'efficacité de leurs politiques et procédures et prendre immédiatement des dispositions afin de remédier aux déficiences.

De fait, la règle sur la protection des ordres vise à protéger les ordres à cours limité représentés par des cotations automatisées et affichées en interdisant aux Places financières d'exécuter des ordres à des cours inférieurs, ainsi que les ordres de marché et ordres négociables à cours



limité en exigeant des Places financières, soit d'exécuter les ordres aux meilleurs cours immédiatement accessibles, soit d'acheminer les ordres vers des places financières affichant de tels cours. La règle régissant la protection des ordres prévoit également une disposition sur les opérations à prix non optimal qui s'applique uniformément aux titres cotés au NASDAQ et à ceux cotés en Bourse (les titres cotés au NASDAQ n'étaient pas précédemment assujettis à cette règle sur les opérations à prix non optimal).

La règle sur la protection des ordres établit une distinction entre les cotations manuelles et celles qui sont automatisées et « protège » les cotations immédiatement accessibles dans le cadre d'une exécution automatique des ordres, sans toutefois prévoir de telles protections pour les cotations manuelles. Les Places financières devront se conformer à certaines exigences (par exemple, en termes d'accès, de réponse et de mises à jour) pour être considérées comme automatisées. Tout marché qui n'est pas considéré comme automatisé serait réputé être manuel, et aucune de ses cotations ne pourrait être admise à titre de cotations automatisées. Par ailleurs, même si un marché remplit les conditions requises pour être considéré comme automatisé, il se doit d'identifier comme manuelles l'ensemble des cotations autres qu'automatisées et immédiatement identifier ses cotations comme étant manuelles, dès lors que ce marché a des raisons de croire à son incapacité à afficher des cotations automatisées.

La SEC a prévu un certain nombre d'exceptions - parfaitement adaptées - à la règle régissant la protection des ordres, incluant, mais sans aucune limitation, une exception relative aux ordres de balayage intermarchés, qui permettrait aux intervenants sur les marchés d'accéder simultanément à de multiples échelons de cotations sur différentes Places financières, ainsi que les exceptions concernant les cotations de places financières subissant, entre autres, un retard important pour répondre aux ordres entrants, et celles afférentes aux cotations « oscillantes », dont les cours ont été affichés moins d'une seconde.

#### *Règle régissant l'accès - « Access Rule »*

En second lieu, la règle régissant l'accès (*Access Rule*) établit des normes destinées à promouvoir un accès efficace et équitable aux cotations de titres NMS. Un tel accès revêt une importance décisive, dans la mesure où il permet de s'assurer que les intervenants sur les marchés sont en mesure d'exécuter les ordres des investisseurs sur le meilleur marché et de réaliser la meilleure exécution de ces ordres. Cette règle régissant l'accès impose notamment aux Places financières d'assurer à l'ensemble des intervenants sur les marchés un accès équitable et



non discriminatoire aux cotations affichées par le biais des systèmes de négociation de ses organismes d'auto-réglementation grâce au recours à des liens privés ; cette règle plafonne par ailleurs les droits d'accès afin d'harmoniser l'établissement des cotations entre les différentes Places financières.

La règle régissant l'accès limite les frais que toute Place financière peut imputer à 0,003 \$ US maximum par action (ou, si une cotation protégée est évaluée à moins de 1,00 \$ US, à 0,3 % maximum du cours de l'action). La règle sur l'accès exige également que chaque organisme d'auto-réglementation établisse et applique des règles interdisant à ses membres d'afficher des cotations qui figent ou croisent les cotations protégées d'autres Places financières. On parle de marché figé, lorsque les offres d'achat et de vente sont identiques, et de marché croisé, lorsque l'offre de vente est inférieure à l'offre d'achat.

La règle régissant l'accès prévoit le recours à des liens privés, plutôt que de mandater un mécanisme de lien collectif pour assurer l'accès aux cotations. À l'heure actuelle, l'ensemble des organismes d'auto-réglementation qui négocient des titres cotés en Bourse sont connectés grâce au système de liens collectifs intermarchés ITS. Bien que ce système ITS encourage l'accès aux cotations, il est lent, limité et régi par des contraintes de votes à l'unanimité. En invoquant une approche fondée sur des liens privés plutôt que sur le système ITS, le règlement dit *Regulation NMS* permettra d'avoir recours à des liens et à une technologie plus à la pointe du progrès, et de bénéficier parallèlement d'une gouvernance plus performante.

*Règle relative aux échelons de cotation inférieurs à un cent -  
« Sub-Penny Rule »*

Troisièmement, la règle relative aux échelons de cotation inférieurs à un cent (*Sub-Penny Rule*) interdit aux intervenants sur les marchés d'afficher, de classer ou d'accepter des cotations de titres NMS évaluées à un échelon inférieur à un cent, à moins d'une cotation elle-même inférieure à 1,00 \$ US. Pour les cotations inférieures à 1,00 \$ US, la cote minimale est égale à 0,0001 \$ US. Dans le cadre de la publication d'un communiqué adoptant le règlement dit *Regulation NMS*, la SEC a évoqué, parmi les préjudices susceptibles d'être causés par toutes opérations en échelons inférieurs à un cent, une diminution de la profondeur du marché, une augmentation du nombre des intervenants sur les marchés à devancer les ordres à cours limité pour un montant économiquement insignifiant, ainsi que les difficultés accrues des *brokers-dealers* à satisfaire certaines de leurs obligations réglementaires en raison de l'augmentation du nombre de cotations

dites « oscillantes ». Par ailleurs, le fait que ces opérations à échelons de cotation inférieurs à un cent puissent compromettre les efforts des *brokers-dealers* à satisfaire leurs obligations de meilleure exécution et nuire à la compréhension par les investisseurs des cotations de titres, inquiète la SEC.

La règle régissant les opérations en échelons de cotation inférieurs à un cent vise à encourager les passations d'ordres à cours limité et à accroître en définitive la liquidité du marché. Plus précisément, en protégeant les ordres à cours limité, le Règlement dit *Regulation NMS* devrait, à son tour, encourager les investisseurs à passer de tels ordres. Ladite règle régissant les opérations en échelons de cotation inférieurs à un cent vise également à aplanir le terrain de jeu des investisseurs individuels en favorisant une plus grande transparence.

*Amendements apportés aux règles sur les données du marché  
et projets communs de la profession*

Enfin, le règlement dit *Regulation NMS* inclut des amendements aux règles régissant les données sur les marchés qui actualisent les obligations en termes de consolidation, de diffusion et d'affichage des données sur les marchés, ainsi que des amendements aux projets communs à la profession de diffusion des informations sur les marchés ; ces derniers modifient les formules d'attribution actuelles - aux organismes d'auto-réglementation - des revenus tirés de la diffusion des données sur les marchés et établissent des comités consultatifs - ne disposant pas d'un droit de vote - afin d'élargir la participation à la gouvernance de ces projets. Ces amendements aux règles régissant les données sur les marchés et projets communs de la profession visent à promouvoir une plus grande disponibilité de ces données et à attribuer les revenus en résultant aux organismes d'auto-réglementation produisant les données les plus utiles pour les investisseurs.

Plus précisément, ces amendements aux projets communs de la profession répartissent en parts égales les revenus issus de la diffusion des données sur les marchés entre activités de cotations et de négoce ; cette pratique est connue sous le nom d'*Allocation Amendment* (Amendement portant sur l'attribution). Les amendements apportés aux projets communs de la profession exigent également la création de comités consultatifs, ne disposant pas d'un droit de vote, composés de représentants des projets - qui ne sont pas des organismes d'auto-réglementation -, et traitent de différents points, comme la composition et la procédure de sélection de ce comité consultatif, le rôle dévolu audit comité, et les obligations inhérentes à sa participation aux activités des projets. Les amendements apportés aux règles régissant les données sur les marchés autorisent les marchés à diffuser leurs



propres données en toute indépendance, bien qu'ils soient toujours tenus de fournir les meilleures cotations et ordres en vue d'assurer une consolidation des données diffusées dans le cadre des projets communs de la profession. À ce titre, la SEC annule l'interdiction faite aux organismes d'auto-réglementation, ainsi qu'à leurs membres de diffuser indépendamment leurs rapports sur les transactions. Aux fins d'assurer une telle diffusion indépendante des données, des normes seraient introduites permettant aux marchés de diffuser leurs propres données en toute indépendance.

Les amendements apportés aux règles afférentes aux données sur les marchés et projets communs de la profession récompensent les Places financières qui génèrent les meilleures cotes. Ces nouvelles formules d'attribution aux organismes d'auto-réglementation des revenus tirés de la diffusion des données sur les marchés ont pour but d'encourager les teneurs de marché à passer un nombre plus élevé d'ordres d'achat et de vente, fournissant ainsi aux investisseurs une échelle de cotations plus large.

#### *REGROUPEMENT RÉCENT DES MARCHÉS D' ACTIONS*

6

En 2005, deux fusions importantes entre des Places financières ont été annoncées, qui - si elles se concrétisaient - se traduiraient par une concentration - et non plus comme, précédemment, une fragmentation - des marchés d'actions aux États-Unis. Premièrement, le 20 avril 2005, le NYSE et Archipelago Exchange (ArcaEx) ont annoncé leur intention de fusionner, fusion qui donnerait naissance à une entité commune : NYSE Group, Inc. Deuxièmement, le 22 avril 2005, NASDAQ a fait part de son intention de se porter acquéreur d'INETECN<sup>4</sup>. Ces fusions, annoncées à deux jours d'intervalle seulement, soulignent l'intense compétition à laquelle se livrent aux États-Unis les différents marchés boursiers afin d'accroître le flux des ordres et les introductions en Bourse des émetteurs.

Ces fusions démontrent également l'effet important du règlement dit *Regulation NMS*, sur les marchés américains. Par exemple, l'expresident de la SEC, William Donaldson, a réagi à la fusion NYSE/ArcaEx en affirmant que cette opération illustre l'importance du règlement dit *Regulation NMS* qui a aplani le terrain de jeu entre le NYSE et le marché NASDAQ. De même, dans son communiqué de presse annonçant cette proposition de fusion, NASDAQ a invoqué le règlement dit *Regulation NMS* comme l'une des raisons à l'origine de cette fusion, en constatant que celui-ci a « défini le nouveau paysage concurrentiel en invitant l'ensemble des Places financières à être mutuellement accessibles ».

## TRANSPARENCE SUR LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS « CORPORATE »

### Contexte

À la différence des marchés d'actions aux États-Unis, où la plus grande partie des transactions sur le marché secondaire est effectuée sur un marché centralisé, comme le NYSE ou le NASDAQ, 99,5 % des transactions sur les obligations émises par des sociétés (« obligations *corporate* ») aux États-Unis ont lieu sur le marché de gré à gré. Sous réserve de certaines exceptions, les cotations des actions doivent généralement être « fermes » et sont enregistrées dans le système de cotations centralisé qui reflète les meilleures offres d'achat et de vente de chaque titre à l'échelon national. De même, les transactions d'actions - une fois exécutées - doivent généralement faire l'objet d'un *reporting* dans les 90 secondes, puis être immédiatement enregistrées sur des bandes centralisées (*Consolidated tape*). La facilité d'accès à ces informations accroît considérablement la capacité d'un investisseur à établir la qualité d'exécution d'un ordre.

En revanche, les transactions d'obligations *corporate* sur les marchés de gré à gré sont généralement effectuées sur un marché de négociation décentralisé. Dans la plupart des transactions, un opérateur engage son capital pour faciliter l'exécution de l'ordre de son client (il s'agit en l'occurrence d'une transaction réalisée à titre de mandant). Par ailleurs, jusqu'à une date récente, on pensait que les intervenants sur les marchés des obligations *corporate* étaient en très grande majorité des institutions, comme les compagnies d'assurances et fonds de pensions. L'historique et la structure unique du marché des obligations *corporate* aux États-Unis ont fortement influencé l'évolution de la transparence de ce marché. Ainsi, il n'existe pour l'heure aucun système de cotation centralisé des obligations *corporate*, et il n'existait jusqu'à une date récente aucun système global centralisé de mémorisation sur bandes des dernières transactions de vente effectuées sur les obligations *corporate*.

En 1998, la SEC a réalisé une étude sur le marché des obligations *corporate* et exigé une plus grande transparence des cours<sup>5</sup>. La SEC a notamment invité la NASD à exiger de ses membres le *reporting* à son encontre de l'ensemble des transactions réalisées sur des obligations *corporate* ; parallèlement, la SEC a demandé au NASD d'élaborer des systèmes permettant de recevoir et rediffuser immédiatement les cours des transactions. À la demande de la SEC, la NASD a également été invitée à créer une base de données des transactions réalisées sur les obligations *corporate* visant à aider les organismes de réglementation à superviser et surveiller le marché des obligations de sociétés. En réponse à ces différentes demandes, la NASD a élaboré le système d'information

*Trade Reporting & Compliance Engine*, généralement connu sous son acronyme *TRACE*. La NASD a également adopté des règles exigeant de ses propres membres le *reporting* de certaines transactions réalisées sur des obligations privées et ordonnant la diffusion de ces transactions. Ces règles sont entrées en vigueur en juillet 2002.

Les obligations de *reporting* et de diffusion que prévoit le système d'information *TRACE* ont évolué depuis leur adoption et continuent d'évoluer aujourd'hui. Ainsi, certains intervenants sur les marchés se sont inquiétés de l'impact de cette nouvelle exigence de transparence des cours sur la liquidité du marché obligataire privé. En théorie, les opérateurs - assurant la liquidité de ce marché de négociation principalement - pourraient être moins disposés à agir en ce sens, si une transparence accrue des cours devait affecter le niveau du risque ou la rémunération de ce risque (compte tenu d'une réduction des marges et ultérieurement d'une baisse de la rentabilité de chaque transaction) liés aux transactions sur le marché obligataire privé. Face à ces inquiétudes, la NASD a adopté une approche, certes, mesurée, mais néanmoins déterminée afin d'appliquer les obligations en termes de transparence des cours. Plus précisément, la NASD a progressivement introduit les obligations de *reporting* et de diffusion du système *TRACE* et a élargi au fil du temps l'univers des titres soumis aux règles de diffusion *TRACE*, tout en réduisant le délai imparti au *reporting* des transactions exécutées. À l'heure actuelle, plus de 30 000 titres obligataires privés doivent faire l'objet d'un *reporting* sur *TRACE* dans les 15 minutes suivant leur exécution, et toutes les transactions sur ces titres, exception faite d'un sous-ensemble très petit de valeurs négociées sur les marchés publics, sont immédiatement diffusées dès réception par la NASD. Près de 80 % des transactions éligibles sur *TRACE* font l'objet d'un *reporting* et sont diffusées dans les 5 minutes suivant leur exécution. Fait important, des études récentes réalisées sur la liquidité du marché obligataire privé n'ont apporté aucune preuve concluante attestant des effets préjudiciables sur la liquidité des obligations de *reporting* et de diffusion des informations sur *TRACE*<sup>6</sup>.

*Le système d'information sur les transactions TRACE a amélioré la protection de la clientèle*

La rapidité de diffusion des informations sur les transactions sur *TRACE* a contribué - de façon décisive - à une meilleure protection des investisseurs sur le marché obligataire privé. D'après les données du système *TRACE*, près de deux tiers (2/3) des transactions réalisées sur le marché des obligations *corporate* portent sur moins de 100 valeurs - un montant généralement considéré comme révélateur d'une participation des investisseurs de détail<sup>7</sup>.

Cette importante participation des investisseurs de détail souligne un besoin d'informations exhaustives sur les transactions, permettant ainsi aux investisseurs de comparer les cours/rendements qu'ils reçoivent dans le cadre de leurs propres transactions. Nombre de ces investisseurs de détail sont probablement habitués à avoir accès à ce type d'informations sur les marchés d'actions et se fient sans doute, dans une certaine mesure, auxdites informations pour évaluer la qualité d'exécution par leurs courtiers de leurs ordres d'achat ou de vente d'actions. Ces investisseurs ne devraient pas bénéficier d'une moindre protection lorsqu'ils réalisent des transactions sur le marché obligataire privé. Par ailleurs, les négociants en titres obligataires disposent également désormais - en temps utile - d'une source d'informations plus détaillée leur permettant d'évaluer leur propre performance, en vérifiant également s'ils exécutent les ordres de leurs clients en respectant à cet égard leurs obligations de « meilleure exécution ». À cet égard, l'élargissement de l'univers d'informations sur les cours de transactions au sein du système *TRACE* peut aider un *broker-dealer* à obtenir le cours le plus favorable possible pour son client dans les conditions actuelles du marché.

À l'image de nombreux pays, la population des États-Unis vieillit et l'on devrait assister à un plus grand engouement à l'égard des titres obligataires. D'après les prévisions de la NASD, la transparence des cours assurée par le système *TRACE* contribuera de plus en plus à améliorer les protections dont jouissent ces investisseurs à l'avenir.

#### *DISPOSITIONS DE LA SEC AFFÉRENTES AUX ORGANISMES D'AUTO-RÉGLEMENTATION AUX ÉTATS-UNIS*

En novembre 2004, la SEC a proposé de nouvelles règles et amendements aux dispositions en vigueur portant sur la transparence et la gouvernance des organismes d'auto-réglementation<sup>8</sup> ; elle a également publié un questionnaire appelé *Concept Release*<sup>9</sup> relatif à l'efficacité de l'auto-réglementation en général aux États-Unis<sup>10</sup>. Les périodes de commentaires sur ces publications se sont achevées en mars 2005, et la SEC analyse actuellement les lettres d'observations qu'elle a reçues.

#### *Proposition de règles*

La SEC a, dans un premier temps, formulé des propositions de règles afférentes à la gouvernance, l'administration, la transparence et l'actionnariat des organismes d'auto-réglementation. En édictant ces propositions de règles, la SEC cherchait à s'assurer que ces organismes disposaient de systèmes de gouvernance appropriés leur permettant d'assumer leurs missions de réglementation, et que la SEC disposait

- quant à elle - des informations requises pour superviser efficacement ces OAR. La SEC s'était également donnée pour objectif d'aider le public et les intervenants sur les marchés à mieux comprendre différents aspects importants des attributions dévolues aux OAR.

Entre autres changements, les propositions de règles exigeaient de chaque organisme d'auto-réglementation de disposer d'un conseil d'administration composé d'une majorité de membres indépendants et d'établir plusieurs nouvelles commissions permanentes, dont une Commission de surveillance réglementaire (*Regulatory Oversight Committee* - ROC) entièrement composée d'administrateurs indépendants. Par ailleurs, chaque organisme d'auto-réglementation serait tenu de séparer ses fonctions de réglementation de ses activités de marché et autres intérêts commerciaux, qu'il s'agisse d'une distinction sur un plan fonctionnel ou organisationnel, et de désigner un directeur général de la réglementation (*Chief Regulatory Officer* - CRO) afin de gérer ses activités réglementaires.

Dans le cadre de son analyse du besoin de dissocier les fonctions de réglementation des activités de marché et autres intérêts commerciaux, la SEC identifie certains facteurs, comme l'intensification de la concurrence sur les marchés, une diminution des volumes de transactions, et les pressions exercées en vue de retenir les principaux pourvoyeurs de fonds et/ou les opérations d'introductions en Bourse des émetteurs. Selon l'opinion de la SEC, la dissociation des activités de marché des autres intérêts commerciaux « contribuerait à protéger les activités de réglementation d'une Bourse ou association des conflits d'intérêts susceptibles sinon d'apparaître en raison de ses activités boursières<sup>11</sup> ».

En mentionnant les abus commis par les organismes d'auto-réglementation en matière de rémunération des cadres dirigeants non issus du cadre réglementaire, la SEC a également proposé d'exiger des OAR de n'affecter les fonds reçus des pénalités, droits et amendes réglementaires qu'à des fins de régulation, et de divulguer publiquement des informations détaillées sur les dépenses de réglementation. À cet égard, la SEC a fait preuve ces dernières années de détermination en demandant aux organismes d'auto-réglementation d'accroître leurs dépenses dans le domaine de la réglementation afin de conforter la confiance des investisseurs.

D'autres points formulés dans les propositions de règles visent à apporter une plus grande transparence aux principaux aspects de la gouvernance, de la structure du capital et des activités réglementaires des organismes d'auto-réglementation. La SEC a notamment proposé l'instauration d'un nouveau dispositif de *reporting* périodique, imposant aux organismes d'auto-réglementation de transmettre, chaque trimestre, à la SEC des informations exhaustives sur leurs activités de

régulation, incluant les résultats de la surveillance des marchés, examens et inspections, et des investigations et mesures d'exécution. Un organisme d'auto-réglementation serait également tenu de divulguer, chaque année, à la SEC des informations exhaustives et détaillées portant sur la gestion de ses programmes réglementaires et d'évaluer l'efficacité de tels programmes, ainsi que des contrôles internes destinés à prévenir certains conflits d'intérêts. Par ailleurs, la SEC a proposé une refonte approfondie des formulaires que les OAR utilisent pour s'inscrire à la SEC, et ceux-ci s'appuieraient principalement sur ces formulaires et pièces pour rendre publiques des informations exhaustives sur leurs activités, administration, gouvernance et finances.

#### *Le « Concept Release »*

En second lieu, parallèlement à ces propositions de règles, la SEC a publié un *Concept Release* appelant des commentaires sur l'avenir de l'auto-réglementation en général - l'auto-réglementation devrait-elle être maintenue, et dans l'affirmative, sous quelle forme ? Dans ce *Concept Release*, la SEC a analysé et sollicité des commentaires sur le système d'auto-réglementation actuel. Parmi les points abordés dans ce document, figurent (1) les conflits d'intérêts intrinsèques entre les obligations de réglementation d'un OAR et les intérêts de ses membres, les activités de marché, les émetteurs cotés, et dans le cas d'un OAR démutualisé, les actionnaires ; (2) les coûts et le manque d'efficacité d'un modèle d'auto-réglementation reposant sur de multiples OAR ; (3) les défis que pose la surveillance des marchés par de multiples organismes d'auto-réglementation ; et (4) la façon dont les OAR génèrent des revenus et assurent des activités de réglementation de fonds.

Le *Concept Release* a également étudié et sollicité des commentaires sur un certain nombre d'améliorations apportées au système actuel et aux autres modèles de réglementation, incluant (1) un modèle fondé sur la création de filiales indépendantes, l'une tournée vers le métier de Bourse et l'autre vers la régulation du marché ; (2) un modèle purement hybride (composé d'un organisme d'auto-réglementation unique neutre à l'égard du marché chargé de réglementer les règles d'adhésion de l'ensemble des OAR - OAR unique ou *Single Member SRO* -, avec de multiples OAR de marchés - *Market SRO* - régissant les activités de négoce des membres) ; (3) un modèle hybride concurrent (composé de multiples OAR uniques et OAR de marchés) ; (4) un modèle d'auto-régulation universel issu des rangs de la profession ou non ; et (5) une réglementation directe par la SEC de l'industrie des valeurs mobilières.

Selon le personnel de l'association NASD, il existe une solution intermédiaire entre celle visant à confier l'ensemble des activités de réglementation à une agence, telle que la SEC et celle de maintenir



lesdites activités dans un cadre commercial. Le défi qu'il convient de relever est de préserver la réactivité et les compétences de la profession (et ainsi contribuer à réaliser des économies) tout en dissipant les conflits potentiels. L'auto-réglementation constitue une composante clé à l'origine d'une réglementation efficace, de la croissance et de la vitalité des marchés de valeurs mobilières aux États-Unis, en proposant tout un éventail d'avantages qu'une réglementation gouvernementale ou non issue des rangs de la profession ne peut, à elle seule, reproduire. Par exemple, l'auto-réglementation dépasse le cadre de l'application de normes juridiques pour englober l'adoption et l'application de normes éthiques plus étendues et plus flexibles. Le financement privé constitue un autre avantage décisif de l'auto-réglementation. Les organismes de réglementation du secteur privé sont également en mesure d'exploiter les compétences de la profession et d'utiliser cette expertise pour mieux protéger les investisseurs et assurer l'intégrité du marché. Ces compétences contribuent à garantir des règles réalisables sur un plan pratique, exploitables et efficaces.

Parallèlement, le système de réglementation actuel se caractérise par des conflits et manques d'efficacité ; d'après le personnel de l'association NASD, la meilleure solution pour résoudre ces problèmes serait d'adopter un type de modèle purement hybride, où un OAR unique régirait les règles d'adhésion de l'ensemble des membres OAR (par exemple, pratiques commerciales, situation financière et couverture, alors que les OAR des différents marchés continueraient de régir les règles des marchés (par exemple celles régissant les transactions). Ce modèle purement hybride améliorerait les performances en éliminant du personnel, des infrastructures, et des règles contradictoires s'appliquant entre les membres ; renforcerait la surveillance entre les marchés ; et minimiserait certains des conflits actuels au sein du système d'auto-réglementation. Le personnel de l'association NASD estime, en revanche, que le modèle actuel devrait être préservé, en lui apportant les améliorations proposées par la SEC dans ses propositions de règles, ainsi que des modifications supplémentaires permettant de lever certaines inquiétudes en matière de réglementation résultant d'une tendance persistante de fragmentation du marché.

## NOTES

1. Se reporter au Communiqué sur la *Securities Exchange Act* (Ndt : Loi créant la SEC et interdisant les manipulations et les pratiques abusives lors de l'émission de valeurs mobilières.), N° 51808 (9 juin 2005), 70 *Federal Register* (Journal Officiel de l'État fédéral aux États-Unis) 37 496 (29 juin 2005) (Dossier N° S7-10-04).
2. Le règlement dit *Regulation NMS* est entré en vigueur le 29 août 2005. Les dates prévues pour se conformer aux règles de ladite *Regulation NMS* varient. La règle sur la protection des ordres et celle sur l'accès seront progressivement introduites ; la première date d'introduction progressive est fixée au 29 juin 2006, et la seconde au 31 août 2006. La date prévue pour se conformer à la règle sur les opérations en échelons de cotation inférieurs à un cent est fixée au 31 janvier 2006. On doit se conformer à l'amendement sur l'attribution (*Allocation Amendment*) - traité à la même rubrique - à compter du 1<sup>er</sup> septembre 2006. Toutes les autres dates de conformité aux dispositions coïncident avec la date d'entrée en vigueur du règlement dit *Regulation NMS*.
3. Le terme « titres NMS » fait référence à toute valeur NMS, exception faite des options, le terme « valeur NMS » désignant à cet égard toute valeur ou catégorie de valeurs, faisant l'objet de rapports de transactions, qui sont collectés, traités et diffusés conformément à un projet - dûment valide - de *reporting* des transactions, ou à un projet - dûment valide - de *reporting* des transactions sur des options cotées du système de marché national. À ce titre, NMS inclurait les titres cotés au NASDAQ et les valeurs cotées en Bourse.
4. INET ECN reflète le regroupement des flux d'ordres des anciens réseaux de courtage électronique Instinet ECN et Island ECN.
5. Se reporter au Communiqué sur la *Securities Exchange Act*, N° 43 873 (23 janvier 2001) ; 66 *Federal Register* 8131, 8131-32 (29 janvier 2001) (Dossier N° SR-NASD-99-65) (ordonnance de la SEC approuvant les propositions de règles afférentes à la création du système de *reporting* et de diffusion des transactions réalisées sur les obligations *corporate* de l'association NASD ; la SEC étudie l'analyse - par son personnel - de la transparence des cours sur le marché obligataire privé).
6. Se reporter au Communiqué sur la *Securities Exchange Act*, N° 50317 (3 septembre 2004) ; 69 *Federal Register* 55 202, 55 204 (13 septembre 2004) (Dossier N° SR-NASD-2004-94) (la SEC constate - afin d'approuver l'amendement apporté aux obligations de *reporting* des informations sur TRACE - que deux études mandatées par la NASD n'ont trouvé aucune preuve concluante attestant de l'effet préjudiciable sur la liquidité de la transparence des cours sur TRACE ; se reporter également à TRACE - Une menace pour la liquidité ? Forum Marchés, *U.S. Credit* (juin 2005) 16-18 (les personnes interrogées et considérées comme représentatives des acheteurs et vendeurs conviennent généralement que TRACE ne semble pas avoir affecté la liquidité, même en période de tensions sur les marchés, comme l'illustre cet article).
7. Se reporter au rapport du groupe d'étude du marché des obligations *corporate* (septembre 2004). Le texte exhaustif de ce rapport est disponible sur [www.nasd.com/pdf\\_text/corp\\_debt\\_panel\\_report.pdf](http://www.nasd.com/pdf_text/corp_debt_panel_report.pdf).
8. Se reporter au Communiqué sur la *Securities Exchange Act*, N° 50699 (18 novembre 2004) ; 69 *Federal Register* 71 126 (8 décembre 2004) (Dossier N° S7-39-04) (« Proposition de texte »). Le personnel de l'association NASD a présenté une lettre d'observations à la SEC datée du 8 mars 2005, apportant son soutien à la plupart des aspects des propositions de règles. Le texte exhaustif de cette lettre d'observations est disponible sur <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73904/rrglauber030805.pdf>.
9. Ndt : *Concept Release* : La formule du *Concept Release* permet à la SEC d'exposer son approche sur un sujet et de poser des questions destinées à susciter commentaires et suggestions de la part des acteurs financiers concernés et du public, afin de s'assurer qu'elle ne fait pas fausse route avant de formaliser un projet de règles en tant que tel.
10. Se reporter au Communiqué sur la *Securities Exchange Act*, N° 50700 (18 novembre 2004) ; 69 *Federal Register* 71 256 (8 décembre 2004). Le personnel de l'association NASD a présenté séparément une lettre d'observations à la SEC datée du 15 mars 2005, en réponse au *Concept Release*. Le texte exhaustif de cette lettre d'observations est disponible sur <http://www.sec.gov/rules/concept/s74004/rrglauber031505.pdf>.
11. Proposition de Texte, 69 Fed. Reg. au 71 133. Dans sa lettre d'observations adressée à la SEC (voir *supra* note 8), le personnel de l'association NASD a reconnu que la façon dont les OAR ont géré avec plus ou moins



de succès les conflits inhérents à une structure d'auto-régulation, notamment ceux susceptibles de survenir lorsqu'un OAR assure également la gestion d'une Place financière, soulève des questions majeures. La NASD a déjà pris des mesures efficaces afin de résoudre l'ensemble des problèmes conflictuels soulevés par la SEC, incluant la mise en œuvre de changements draconiens en termes de structure d'entreprise afin d'empêcher toute influence abusive des sociétés réglementées sur les conseils d'administration, les principales commissions et le personnel. Par ailleurs, en 1996, la NASD a commencé à dissocier ses activités de réglementation de toute participation sur une Place financière et continue de se désengager actuellement de toutes participations qu'elle détenait sur ces marchés. La NASD n'est également pas confrontée à des flux d'ordres, à une concurrence de marché et aux conflits inhérents à une dépendance financière identiques à ceux auxquels doivent faire face les OAR affiliés aux marchés concurrentiels. Comme le détaille plus amplement cette lettre d'observations, le personnel de la NASD ne pense pas que la SEC devrait imposer des obligations de nomination d'un CRO/d'établissement d'une ROC aux OAR qui ne gèrent pas une Place financière ou ne sont pas confrontés aux pressions concurrentielles commerciales inhérentes à de tels marchés.

