

7.3

Réglementation des bourses, des
chambres de compensation, des OAR et
d'autres entités réglementées

7.3. RÉGLEMENTATION DES BOURSES, DES CHAMBRES DE COMPENSATION, DES OAR ET D'AUTRES ENTITÉS RÉGLEMENTÉES

7.3.1 Consultation

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (l'« OCRCVM ») – Modifications proposées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM »)

L'Autorité des marchés financiers publie le projet de modifications, déposé par l'OCRCVM, aux RUIM concernant certaines exigences régissant la « liquidité invisible » sur les marchés des titres de participation canadiens. Le projet fait partie d'une stratégie globale relative à la liquidité invisible sur les marchés des titres de participation canadiens, élaborée de concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières.

(Les textes sont reproduits ci-après).

Commentaires

Malgré les informations présentées aux textes publiés, les personnes intéressées à soumettre des commentaires doivent en transmettre une copie, au plus tard le 27 octobre 2011, à :

M^e Anne-Marie Beaudoin
Secrétaire de l'Autorité
Autorité des marchés financiers
800, square Victoria, 22^e étage
C.P. 246, tour de la Bourse
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Télécopieur : 514 864-6381

Courrier électronique : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Information complémentaire

Pour de plus amples renseignements, on peut s'adresser à :

Élaine Lanouette
Analyste expert aux OAR
Direction de la supervision des OAR
Autorité des marchés financiers
Téléphone : 514 395-0337, poste 4356
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4356
Télécopieur : 514 873-7455
Courrier électronique : elaine.lanouette@lautorite.qc.ca



AVIS DE L'OCRCVM

**Avis sur les règles
Avis de consultation**
RUIM

Destinataires à l'interne :
Affaires juridiques et conformité
Négociation

Personne-ressource :

James E. Twiss
Vice-président, Politique de la
réglementation du marché
N° de téléphone : 416.646.7277
N° de télécopieur : 416.646.7265
Courriel : jtwiss@iiroc.ca

Avis n° 11-0225
29 juillet 2011

Dispositions concernant la liquidité invisible

Récapitulatif

Le présent Avis de l'OCRCVM donne avis que le 29 juin 2011 le conseil d'administration (le « Conseil ») de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») a approuvé la publication, en vue de recueillir des commentaires, de modifications proposées (les « modifications proposées ») aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») concernant certaines exigences régissant la « liquidité invisible » sur les marchés des titres de participation canadiens.

Les modifications proposées :

- définiront un *meilleur cours* pour s'entendre d'un minimum d'un *échelon de cotation* sauf que, lorsque l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* correspond à un *échelon de cotation*, le montant devra être d'un minimum d'un *demi-échelon de cotation*;
- autoriseront l'OCRCVM à désigner une taille minimale pour les ordres qui ne sont pas affichés dans un *affichage consolidé du marché*;



- autoriseraient l'OCRCVM à désigner la taille minimale d'un ordre « iceberg » qui doit être affiché dans un *affichage consolidé du marché*;
- prévoiraient qu'un ordre saisi sur un marché doit être négocié avec les ordres visibles sur ce marché moyennant le même cours avant de pouvoir se négocier avec des ordres invisibles moyennant le même cours sur ce marché;
- exigeraient, sous réserve de certaines exceptions, d'un ordre saisi sur un marché qui se négocie avec un ordre qui n'a pas été affiché dans un *affichage consolidé du marché* :
 - o soit qu'il reçoive un *meilleur cours*,
 - o soit qu'il porte sur plus de 50 unités de négociation *standard* ou soit doté d'une valeur supérieure à 100 000 \$;
- prévoiraient qu'un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* ne peut saisir un ordre sur un marché déterminé s'il sait que le traitement de l'ordre par le marché pourrait faire en sorte que l'ordre ou la transaction en résultant ne soit pas conforme aux RUIM;
- apporteraient un certain nombre d'autres modifications consécutives ou administratives à la définition de *dernier cours vendeur*, aux exigences en vue de la diffusion des ordres et à la déclaration des cours d'exécution d'une transaction.

Processus d'élaboration des politiques

L'OCRCVM a été reconnu comme organisme d'autoréglementation par les autorités en valeurs mobilières de chacune des provinces canadiennes (les « autorités de reconnaissance ») et, en tant que tel, il est autorisé à agir en qualité de fournisseur de services de réglementation aux fins de la Norme canadienne 21-101 (la « Norme sur le fonctionnement du marché ») et la Norme canadienne 23-101.

En qualité de fournisseur de services de réglementation, l'OCRCVM administre et applique des règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services¹. L'OCRCVM a adopté, et les autorités de

¹ Présentement, les services de l'OCRCVM ont été retenus pour agir en qualité de fournisseur de services de réglementation pour la Bourse de Toronto (la « TSX »), la Bourse de croissance TSX (la « BC-TSX ») et Canadian National Stock Exchange (« CNSX »), chacune en qualité de « bourse » aux fins de la Norme sur le fonctionnement du marché (une « bourse »); et pour Alpha Trading Systems (« Alpha »), Bloomberg Tradebook Canada Company, Chi-X Canada ATS Limited (« Chi-X »), Instinet Canada Cross Ltd. (« Instinet ») Liquidnet Canada Inc. (« Liquidnet »), Omega ATS Limited (« Omega ») et TriAct Canada Marketplace LP (exploitant de « MATCH Now »), chacune en qualité de système de négociation parallèle (« SNP »). CNSX exploite présentement un « marché de rechange » connu sous la désignation « Pure Trading », lequel a le droit de négocier des titres qui sont inscrits à la cote d'autres bourses et négocie actuellement des titres cotés à la TSX et à la BC-TSX.



reconnaissance ont approuvé, les RUIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de l'OCRCVM à titre de fournisseur de services de réglementation.

Le Comité consultatif sur les règles du marché (« CCRM ») de l'OCRCVM a passé en revue les modifications proposées avant que le Conseil ne les examine. Le CCRM est un comité consultatif formé de représentants de chacun des marchés pour lesquels l'OCRCVM agit en qualité de fournisseur de services de réglementation, soit les *participants*, les investisseurs institutionnels et les adhérents ainsi que le milieu juridique et de la conformité.

Le libellé des modifications proposées figure en Annexe « A ». Les modifications proposées font partie d'une stratégie globale relative à la liquidité invisible sur les marchés des titres de participation canadiens, laquelle a été élaborée de concert avec les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et, en conséquence, selon la décision du Conseil, les modifications proposées sont dans l'intérêt public. Des commentaires sont sollicités sur tous les aspects des modifications proposées, y compris les solutions de rechange sur le plan de la politique aux modifications proposées que les auteurs de commentaires jugent préférables et (ou) davantage efficaces afin de parvenir aux objectifs recherchés. Les commentaires devraient être transmis par écrit d'ici le **27 octobre 2011** à la personne suivante :

M^e James E. Twiss,
 Vice-président, Politique de réglementation du marché,
 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs
 mobilières,
 Bureau 900,
 145, rue King Ouest,
 Toronto (Ontario) M5H 1J8
 Télécopieur : 416-646-7265
 Courriel : jtwiss@iiroc.ca

Un exemplaire devrait également être fourni aux autorités de reconnaissance en le transmettant à la personne suivante :

Susan Greenglass
 Directrice, Réglementation du marché
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Bureau 1903, C.P. 55,
 20, rue Queen Ouest
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Télécopieur : (416) 595-8940



Courriel : marketregulation@osc.gov.on.ca

Les auteurs de commentaires devraient savoir qu'un exemplaire de leur lettre de commentaires sera disponible publiquement sur le site Internet de l'OCRCVM (à l'adresse www.ocrcvm.ca sous la rubrique « Politiques » et la sous-rubrique « Propositions des marchés/Commentaires ») dès sa réception. Un résumé des commentaires contenus dans chaque présentation sera également inclus dans un futur Avis de l'OCRCVM.

Après avoir tenu compte des commentaires visant les modifications proposées reçus en réponse au présent Avis de consultation, ainsi que tous commentaires provenant des autorités de reconnaissance, le personnel de l'OCRCVM peut recommander que des révisions soient apportées aux modifications proposées. Si les révisions ne sont pas d'ordre important, le Conseil a autorisé le Président à les approuver pour le compte de l'OCRCVM et les modifications proposées, telles que révisées, seront assujetties à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions sont importantes, les modifications proposées, telles que révisées, seront présentées au Conseil en vue d'une ratification et, si elles sont ratifiées, elles seront publiées de nouveau aux fins de recueillir des commentaires supplémentaires de la part du public.



Élaboration de propositions pour le marché canadien

Document de consultation conjoint des ACVM et de l'OCRCVM

La publication du présent Avis de l'OCRCVM constitue la prochaine démarche dans le cadre d'un processus qui a débuté à la fin de l'année 2009. Dans le Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, *Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada*² (le « Document de consultation »), des commentaires ont été sollicités sur un certain nombre de questions, en particulier l'incidence générale de marchés qui n'offrent de transparence avant les opérations à l'égard d'aucuns ordres (les « marchés opaques »), l'introduction de nouveaux types d'ordres non transparents et l'arrivée de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. Le Document de consultation a analysé ces questions et leur incidence éventuelle sur les marchés canadiens, y compris leur incidence sur la liquidité des marchés, la transparence, la formation des cours, l'équité et l'intégrité³. Les ACVM et l'OCRCVM ont reçu 23 lettres en réponse au Document de consultation, de la part de divers intervenants, notamment des marchés, des représentants d'investisseurs et de courtiers et des associations sectorielles.

Forum sur la liquidité invisible

Le 23 mars 2010, les ACVM et l'OCRCVM ont organisé un forum afin de discuter des questions soulevées dans le cadre du Document de consultation et les lettres de réponse qui y avaient été faites (le « Forum »). Les thèmes analysés dans le cadre du Forum comprenaient les suivants :

- la question de savoir si les marchés opaques devraient être tenus de fournir une amélioration du cours et, dans l'affirmative, la question de savoir ce qui constitue une amélioration significative du cours;
- l'utilisation d'ordres liés au marché et la question de savoir si ces ordres profitent impunément du marché visible;
- l'utilisation d'échelons de cotation inférieurs à un cent;
- la direction préférentielle du flux d'ordres et l'internalisation du flux d'ordres;
- les marchés opaques qui transmettent des indications d'intérêt pour attirer des flux d'ordres;

² Publié dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 6, n° 39, p. 212 (2 octobre 2009).

³ Voir le Document de consultation à la p. 215.



- la question de savoir s'il est équitable qu'un marché utilise un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres exclusif qui a accès à de l'information à laquelle les autres participants au marché n'ont pas accès.

De plus amples renseignements concernant le Forum figurent dans l'Avis conjoint 23-308 du personnel des ACVM et de l'OCRCVM, *Le point sur les discussions entourant le Document de consultation conjoint 23-404 des ACVM et de l'OCRCVM, Marchés opaques, ordres invisibles et autres innovations dans la structure des marchés au Canada et les suites à donner* publié le 28 mai 2010. Cet Avis comportait une discussion des initiatives en cours, des suites à donner qui ont été proposées afin d'aborder certaines des questions et un récapitulatif des commentaires reçus en réponse au Document de consultation.

Énoncé de position conjoint des ACVM et de l'OCRCVM

Le 19 novembre 2010, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») et les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié l'*Énoncé de position conjoint 23-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières - La liquidité invisible sur le marché canadien* (l'« Énoncé de position »)⁴. L'Énoncé de position énonce la position adoptée par les ACVM et l'OCRCVM à l'égard des questions suivantes :

- Dans quelles circonstances faudrait-il dispenser les marchés opaques ou les marchés offrant des ordres invisibles des obligations de transparence avant les opérations prévues par le Règlement 21-101?
- Les ordres invisibles devraient-ils obligatoirement fournir une amélioration significative du cours par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur national, et dans quelles circonstances?
- Les ordres visibles devraient-ils avoir priorité sur les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché?
- Qu'est-ce qu'une amélioration du cours « significative »?

Les recommandations faites dans l'Énoncé de position concernant ces quatre questions étaient les suivantes :

⁴ Avis 10-0303 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - Énoncé de position conjoint 23-405 des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières - La liquidité invisible sur le marché canadien (19 novembre 2010).



- La seule exception aux obligations de transparence avant les opérations devrait être réservée aux ordres qui atteignent le seuil de taille minimale.
- Il devrait être possible d'exécuter au meilleur cours acheteur et vendeur national deux ordres invisibles qui remplissent les conditions de l'exception pour taille minimale. Une amélioration significative du cours devrait être obligatoire dans tous les autres cas, y compris l'exécution de tout ordre n'indiquant pas qu'il y a recours à cette exception.
- Les ordres visibles sur un marché devraient être exécutés avant les ordres invisibles dotés d'un cours identique sur le même marché, mais une exception pourrait être faite lorsqu'il est possible d'exécuter à ce cours deux ordres invisibles qui atteignent le seuil de taille minimale.
- Une amélioration significative du cours est une amélioration d'au moins un échelon de cotation au sens des RUIIM par rapport au meilleur cours vendeur et acheteur national, sauf lorsque l'écart du meilleur cours vendeur et acheteur national est déjà un échelon de cotation, auquel cas l'amélioration significative du cours s'établit au point médian de l'écart.

Réponse conjointe des ACVM et de l'OCRCVM

Un total de 20 commentaires ont été reçus à l'égard de l'Énoncé de position. Ces commentaires, et les réponses des ACVM et de l'OCRCVM, ont été résumés dans l'Annexe « A » de l'Avis 11-0226 de l'OCRCVM (l'« Avis conjoint »)⁵. Il y a lieu de consulter l'Avis conjoint pour un survol davantage détaillé des facteurs de politique qui sous-tendent les modifications proposées. L'Avis conjoint renferme également une analyse du rapport définitif du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV ») intitulé « Principes on Dark Liquidity », qui énonce des principes afin d'aider les autorités en valeurs mobilières à aborder les questions concernant la liquidité invisible.

Résumé des modifications proposées

Le texte qui suit constitue un résumé des modifications proposées :

⁵ Avis 11-0226 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIIM - Avis conjoint 23-311 du personnel des Autorités canadiennes en valeurs mobilières et de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières- Démarche réglementaire concernant à la liquidité invisible sur le marché canadien (29 juillet 2011).



Définition de « meilleur cours »

À l'heure actuelle, les RUIM définissent un *meilleur cours* tout simplement comme un cours inférieur au *meilleur cours vendeur*, s'il s'agit d'un achat, et d'un cours supérieur au *meilleur cours acheteur*, s'il s'agit d'une vente. L'expression *meilleur cours* serait redéfinie afin d'exiger une amélioration du cours d'au moins un *échelon de cotation*, sauf lorsque l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* est inférieur à un *échelon de cotation*, auquel cas un demi-échelon serait accepté. La définition révisée fixerait le montant minimal de l'amélioration du cours qui serait acceptable pour les ordres « de petite envergure » lorsqu'ils sont exécutés contre un « ordre invisible » (soit 50 *unités de négociation standard* ou moins, ce qui correspond à 5 000 unités d'un titre se négociant à 1,00 \$ ou plus l'unité, à 25 000 unités d'un titre se négociant à 0,10 \$ ou plus l'unité et à moins de 1,00 \$ et à 50 000 unités lorsque le titre se négocie à moins de 0,10 \$ l'unité).

La définition révisée s'appliquerait également aux exigences en vertu de la Règle sur la diffusion des ordres (la Règle 6.3 qui permet que des ordres de petite envergure soient dispensés d'une saisie immédiate sur un marché s'ils sont exécutés moyennant un *meilleur cours*) et aux termes de la Règle sur les transactions pour compte propre (la Règle 8.1 qui exige que les transactions pour compte propre faisant intervenir des ordres de petits clients soient effectuées moyennant un *meilleur cours* afin d'éviter des conflits) et les modifications procureraient une plus grande certitude dans l'application de ces règles. La définition révisée indique clairement qu'un *meilleur cours* s'applique à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre. Par exemple, un *meilleur cours* ne serait pas obtenu si un ordre visant 1 000 actions d'un titre était exécuté moyennant deux transactions visant 100 actions qui obtiendraient une amélioration de cours de 0,01 \$ et le solde de 900 actions était exécuté moyennant le *meilleur cours acheteur* et *vendeur national*. Pour être considéré un *meilleur cours*, toutes les 1 000 actions doivent être exécutées moyennant une amélioration du cours minimale de 0,01 \$.

Définition d'« ordre invisible »

Les modifications proposées ajouteraient une définition d'« ordre invisible » qui servirait dans le cadre d'un certain nombre de dispositions de fonds des RUIM portant sur :

- la taille des *ordres invisibles*;
- la priorité d'exécution;



- les obligations en matière d'amélioration du cours.

Cependant, l'expression *ordre invisible* serait définie d'une manière à ce qu'une désignation réglementaire distincte d'un ordre ne soit pas exigée. Plutôt, les types d'ordres et la fonctionnalité établis par chaque marché décideraient si un ordre déterminé saisi sur ce marché serait ou non réputé constituer un *ordre invisible*. Un ordre dont aucune partie n'est affichée au moment de la saisie sur un marché dans un *affichage consolidé du marché* constituerait un *ordre invisible* mais tout ordre qui peut être immédiatement exécuté au moment de sa saisie ou qui constitue un type d'ordre « hors des circuits habituels » qui peut être exécuté moyennant un cours qui est marge de l'écart entre le *meilleur cours vendeur/meilleur cours acheteur* serait exclu de la définition d'*ordre invisible*.

Les modifications proposées ajouteraient la définition suivante d'*ordre invisible* :

ordre invisible S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :

- a) fait partie d'une application intentionnelle;
- b) est un ordre au mieux;
- c) est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;
- d) est un ordre de base;
- e) est un ordre au cours de clôture;
- f) est un ordre au dernier cours;
- g) est un ordre au premier cours;
- h) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

Il importe d'observer qu'un *ordre au cours du marché* est réputé constituer un *ordre invisible*. En règle générale, un ordre de petite envergure qui est exécuté contre un *ordre au cours du marché* devrait bénéficier de l'« amélioration du cours » sous forme d'une exécution moyennant un *meilleur cours*. Il importe également de noter qu'un ordre de réserve ou ordre « iceberg » (dont une partie est affichée dans un *affichage consolidé du marché*) ne sera pas réputé constituer un *ordre invisible* et, ainsi, la partie cachée de l'ordre ne serait pas tenue de bénéficier d'une « amélioration du cours » au moment de l'exécution.



Définition de « dernier cours vendeur »

À l'heure actuelle, les RUIM définissent le *dernier cours vendeur* comme le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une *unité de négociation standard* d'un titre donné indiqué dans un *affichage consolidé du marché* mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente découlant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :

- un *ordre de base*;
- un *ordre au cours du marché*;
- un *ordre au dernier cours*;
- un *ordre assorti de conditions particulières* sauf si l'*ordre assorti de conditions particulières* a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un *ordre assorti de conditions particulières*;
- un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*.

Cette définition envisage que le *dernier cours vendeur* sera fixé moyennant un *échelon de cotation*. En conséquence de l'introduction projetée, en vertu des modifications proposées, d'une nouvelle définition de *meilleur cours*, les RUIM reconnaîtront expressément que les transactions peuvent être exécutées (et déclarées) moyennant une fraction d'un *échelon de cotation*. Pour cette raison, les modifications proposées réviseront la définition de *dernier cours vendeur* afin de prévoir que, si la transaction s'est exécutée moyennant un cours autre qu'un *échelon de cotation*, le cours sera arrondi à l'*échelon de cotation* le plus proche et que, si la transaction s'est exécutée moyennant la moitié d'un *échelon de cotation*, ce cours sera arrondi au prochain *échelon de cotation* supérieur.

Présentement, la notion de *dernier cours vendeur* sert dans un certain nombre d'exigences prévues dans les RUIM, notamment :

- l'utilisation du *dernier cours vendeur* dans un affichage consolidé lors d'un *jour de bourse* afin d'établir la taille de l'*unité de négociation standard* qui s'applique au titre donné le *jour de bourse* qui suit immédiatement;
- la prise en compte du *dernier cours vendeur* afin d'établir si un cours déterminé est « factice » et contraire à la Règle 2.2 des RUIM;
- l'exigence qu'une *vente à découvert*, sous réserve de certaines exceptions, soit exécutée moyennant un cours qui n'est pas



inférieur au *dernier cours vendeur* conformément à la Règle 3.1 des RUIM⁶;

- la prise en compte du *dernier cours vendeur* afin d'établir si le cours qu'un *participant* fournit à un client dans le cadre d'une transaction pour compte propre constitue le *meilleur cours disponible*.

L'utilisation d'*échelons de cotation* dans le cadre du *dernier cours vendeur* simplifie le respect de ces dispositions, particulièrement lorsqu'un *participant* ou un marché a automatisé la surveillance, comme c'est le cas actuellement avec la conformité au « critère quant au cours » pour les ventes à découvert. Indépendamment des fractions d'un *échelon de cotation* selon lesquelles un ordre peut s'exécuter sur un marché, les RUIM exigent que tous les ordres saisis sur un marché le soient moyennant un *échelon de cotation* intégral.

Précisions quant aux exigences relatives à la Règle sur la diffusion des ordres

Les modifications proposées préciseraient la Règle 6.3 des RUIM (la « Règle sur la diffusion des ordres »). Étant donné que les marchés « transparents » peuvent introduire des *ordres invisibles*, les exigences aux termes de la Règle sur la diffusion des ordres seraient modifiées afin de garantir que tout ordre qui doit être saisi sur un marché transparent l'est « en vue d'un affichage » dans un *affichage consolidé du marché*. Aux termes des modifications proposées, un *ordre client* « de petite envergure » ne pourrait être saisi sur un marché transparent à titre d'*ordre invisible* sauf directive ou consentement exprès du client.

Exigences de taille à l'égard des ordres invisibles et ordres iceberg

Les ACVM se sont proposées de modifier la Norme canadienne 21-101 afin de permettre à un fournisseur de services de réglementation de désigner la taille minimale d'un *ordre invisible*⁷. Les modifications

⁶ L'OCRCVM s'est proposé d'abroger le « critère quant au cours » aux termes de la Règle 3.1 des RUIM. Se reporter à l'Avis 11-075 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Avis de consultation - RUIM - Dispositions se rapportant à la réglementation des ventes à découvert et des transactions échouées (25 février 2011).

⁷ Projets de règlements des Autorités canadiennes en valeurs mobilières modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 18 mars 2011 - Vol. 8, n° 11, p. 456. En discutant de la raison d'être politique pour cette modification proposée au paragraphe 2 de l'article 7.1 du Règlement 21-101, les ACVM ont déclaré ce qui suit :

Nous nous reconnaissons (*sic*) que jusqu'à présent, l'activité sur ces marchés a plutôt été limitée et qu'il n'y a aucun élément prouvant que la liquidité invisible ait eu un effet négatif sur les marchés financiers canadiens. Nous croyons toutefois qu'il est important et



proposées ajouteraient la Règle 6.5 aux RUIIM et procureraient à l'OCRCVM le pouvoir déterminé d'effectuer une telle désignation. Afin d'éviter la manipulation éventuelle de cette disposition et de l'exigence que les *ordres invisibles* procurent une amélioration du cours dans certains cas, le projet de Règle 6.5 prévoirait qu'un ordre « iceberg » doit afficher au moins une *unité de négociation standard* ou la taille plus importante que désigne l'OCRCVM.

Avant que l'OCRCVM ne se propose de désigner un certain nombre d'unités d'un titre aux fins de la Règle 6.5, ou d'en modifier la désignation, l'OCRCVM consulterait avec les autorités en valeurs mobilières compétentes et l'OCRCVM publierait un avis sollicitant des commentaires de la part du public au cours d'une période qui ne serait pas inférieure à 30 jours à compter de la date de publication de l'avis. En prenant pour hypothèse que les autorités en valeurs mobilières compétentes aient approuvé la désignation ou la modification de la désignation, l'OCRCVM publierait un avis du nombre d'unités d'un titre qui ont été désignées aux fins des alinéas a) ou b) de la Règle 6.5 ainsi que la date de prise d'effet de la désignation qui ne pourrait être plus tôt que 10 *jours de bourse* suivant la date de publication de l'avis.

Jusqu'à ce que l'OCRCVM désigne une taille minimale à l'égard d'un *ordre invisible*, un *ordre invisible* peut être de n'importe quelle taille. Cependant, l'incidence de la Règle sur la diffusion des ordres signifie qu'un *ordre client* visant l'achat ou la vente de 50 *unités de négociation standard* ou moins d'un titre qui n'est pas immédiatement exécuté moyennant un *meilleur cours* ou par ailleurs dispensé des exigences de la Règle sur la diffusion des ordres⁸ ne

opportun d'établir un cadre réglementaire qui nous permette de réagir rapidement à l'évolution future du marché. C'est la raison pour laquelle nous proposons, dans le cadre du projet de modification du Règlement 21-101, d'établir que les règles de transparence prévues dans le Règlement 21-101 ne s'appliquent pas aux ordres atteignant la taille minimale établie par un fournisseur de services de réglementation. Toutefois, à l'heure actuelle, nous ne proposons pas de seuil de taille minimale. Si un seuil est proposé ultérieurement, il sera fixé selon le processus habituel de consultation. L'OCRCVM et nous-mêmes continuerons de surveiller le niveau d'activité sur les marchés non transparents et son incidence sur la formation des cours pour décider du moment approprié, s'il y a lieu de le faire, pour proposer un seuil de taille minimale.

⁸ La Règle 6.3 - *Diffusion des ordres clients* exige qu'un ordre visant 50 unités de négociation ou moins doit être immédiatement saisi sur un marché transparent à moins d'être par ailleurs dispensé. Au nombre des dispenses autorisées, il y a les suivantes :

- a) le client a donné des directives expresses différentes;
- b) l'ordre est exécuté immédiatement à un meilleur cours;
- c) l'ordre est retourné pour en confirmer les conditions;
- d) l'ordre est conservé en attendant l'obtention d'une confirmation qu'il respecte les exigences applicables en matière de valeurs mobilières;
- e) en fonction des conditions du marché, la saisie de l'ordre ne serait pas dans l'intérêt du client;
- f) l'ordre est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$;
- g) l'ordre fait partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément à la Règle 6.4 autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché;



peut être saisi sur un marché à titre de *d'ordre invisible* qu'avec la directive ou le consentement exprès du client. En outre, les *ordres invisibles* visant 50 *unités de négociation standard* ou moins peuvent être saisis sur un marché par l'un des comptes ou l'une des personnes suivants ou pour leur compte :

- un *compte propre*;
- un *compte non client*;
- une *personne ayant droit d'accès* (essentiellement, un adhérent à un système de négociation parallèle qui n'est pas un courtier);
- un *compte client* si l'ordre saisi en tant qu'*ordre invisible* fait partie d'un *ordre client* plus important visant le titre déterminé qui, lorsqu'il est fourni au *participant*, visait plus de 50 *unités de négociation standard*.

Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible

Aux termes des modifications proposées, tout ordre qui est négocié en tant qu'*ordre invisible* serait tenu de bénéficier d'une amélioration du cours dans le cadre de l'exécution sauf si l'ordre, tel qu'il a été saisi sur un marché, visait plus de 50 *unités de négociation standard* ou était assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$. Si l'ordre respectait l'une ou l'autre de ces exigences, l'ordre pourrait être négocié avec l'*ordre invisible* moyennant le cours du marché à la condition qu'aucuns ordres affichés n'étaient disponibles sur ce marché moyennant le cours du marché⁹. Si l'ordre tel que saisi sur le marché dépasse les paramètres de taille, toute partie de l'ordre qui n'est pas exécutée contre des ordres visibles sur ce marché peut être exécutée contre un *ordre invisible* à la condition qu'il n'y ait aucuns ordres visibles sur ce marché moyennant ce cours et qu'il n'existe aucuns ordres visibles moyennant un *meilleur cours* sur un autre marché. L'incidence de cette disposition procure une priorité d'exécution aux ordres visibles sur un marché moyennant le même cours que les *ordres invisibles*. Aux termes des modifications

h) le client a demandé que l'ordre soit saisi sur un marché sous l'une des formes suivantes ou y a consenti : un ordre au cours du marché, un ordre au premier cours, un ordre assorti de conditions particulières, un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, un ordre au dernier cours, un ordre de base ou un ordre au cours de clôture.

⁹ Si les modifications proposées sont adoptées, l'orientation antérieure fournie par l'OCRCVM qui veut que les ordres « acheminés à un marché, à une installation ou à une fonction non transparent afin d'établir s'il existe de la liquidité sur ce marché, sur cette installation ou sur cette fonction moyennant des cours qui sont identiques ou supérieurs à ceux qui sont affichés dans un affichage consolidé du marché respecteraient les exigences de la Règle 6.3 » serait abrogée puisque de tels ordres ne seraient pas en mesure d'être exécutés moyennant le « même » cours affiché dans un affichage consolidé du marché. Voir la réponse à la question 1 en vertu de l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-019 - Orientation - Saisie d'ordres clients sur des marchés, des installations et des fonctions non transparents (21 septembre 2007).



proposées, un ordre « d'envergure » saisi sur un marché sera en mesure d'obtenir une exécution contre un *ordre invisible* moyennant un prix déterminé même si des ordres visibles peuvent être affichés sur d'autres marchés moyennant ce cours.

Il existe un certain nombre d'exceptions supplémentaires si l'ordre qui se négocie avec l'*ordre invisible* est l'un des ordres « hors des circuits habituels » qui peuvent par ailleurs se négocier en marge de l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et *meilleur cours acheteur* (soit : un *ordre de base*, un *ordre au cours du marché*, un *ordre au dernier cours*, un *ordre au cours de clôture*, un *ordre au premier cours* ou un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*).

La partie cachée d'un ordre « iceberg » n'est pas réputée constituer un *ordre invisible* étant donné qu'au moins une *unité de négociation standard* de l'ordre iceberg doit être affichée dans un *affichage consolidé du marché* et, par conséquent, contribuer directement au mécanisme de formation des cours en étant admissible à établir le *meilleur cours vendeur* ou le *meilleur cours acheteur* aux fins des RUIM. Pour cette raison, la partie cachée de l'ordre iceberg n'est pas tenue de fournir une amélioration du cours.

Incapacité de se fier à la fonctionnalité du marché

Les modifications proposées ajouteraient une nouvelle disposition aux RUIM qui interdirait à un *participant* ou à une *personne ayant droit d'accès* de se fier à la fonctionnalité du marché s'ils savent que ceci se soldera par le fait qu'un ordre ou une transaction ne respecte pas les RUIM. Un *participant* ou une *personne ayant droit d'accès* violerait les RUIM s'il saisit un ordre sur un marché et sait ou devrait raisonnablement savoir que la fonctionnalité de ce marché permettrait que l'ordre soit exécuté contre un *ordre invisible* sans bénéficier d'une amélioration du cours ou sans procurer la priorité aux ordres visibles sur ce marché dans le même sens du marché. Cette disposition est fondée sur l'orientation actuelle qu'a publiée l'OCRCVM (en particulier dans le cadre de marchés « figés » et « croisés »¹⁰) concernant l'obligation qui incombe au *participant* ou à la *personne ayant droit d'accès* lorsqu'il saisit des ordres sur un marché déterminé.

L'OCRCVM reconnaît que les marchés offrent présentement une fonctionnalité et des types d'ordres qui ne garantiraient pas une amélioration du cours suffisante pour constituer un *meilleur cours*

¹⁰ En particulier, voir la réponse à la question 8 de l'Avis 11-0043 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Note d'orientation - RUIM - Orientation sur les marchés « figés » et « croisés » (1^{er} février 2011).



aux fins des modifications proposées¹¹. Si les modifications proposées sont adoptées, chaque marché serait tenu de garantir que la fonctionnalité de ses systèmes et ses types d'ordres soit conforme aux exigences prévues dans les modifications proposées à l'égard des cours des transactions et la priorité d'exécution, sinon les *participants* et les *personnes ayant droit d'accès* ne pourraient se servir de cette fonctionnalité ou de ces types d'ordres. (Voir la rubrique « Incidences technologiques et plan de mise en œuvre ».)

Cours d'exécution des ordres

En fonction de la modification proposée à la définition de *meilleur cours* aux termes des modifications proposées, les RUIIM reconnaîtront expressément que les transactions peuvent être exécutées moyennant une fraction d'un *échelon de cotation*. Les marchés, y compris les marchés transparents, seraient en mesure de lancer d'autres types d'ordres ou fonctionnalités qui permettraient l'exécution d'ordres moyennant un *meilleur cours*. Par exemple, lorsque l'écart entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* se situe à un *échelon de cotation*, les exécutions pourraient se réaliser moyennant le point médian. Les marchés pourraient fournir une fonctionnalité pour les ordres moyennant le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* afin d'indiquer une volonté d'exécution au cours médian ou à toute autre niveau de cours qui procurerait une amélioration du cours dans les deux sens de l'opération.

Pour cette raison, les modifications proposées réviseraient les dispositions concernant la déclaration du cours d'une transaction afin de permettre la déclaration de toute transaction (et non seulement le cours de la transaction d'un *ordre de base*, d'un *ordre au cours du marché* ou d'un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume* selon ce qui est présentement envisagé par la politique actuelle prise aux termes de la Politique 6.1) si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information l'autorise, moyennant l'échelon établi par le marché en vue de l'exécution. Si l'agent de traitement de l'information ou le fournisseur d'information n'autorise pas la déclaration de tels *échelons de cotation* partiels, le cours de la transaction affiché sera arrondi au prochain *échelon de cotation* et, si la transaction est exécutée moyennant la moitié d'un *échelon de cotation*, le cours

¹¹ Par exemple, MATCH Now offre présentement une amélioration du cours minimale de 20 % de l'écart. Lorsque cette fonctionnalité a initialement été approuvée, l'écart moyen entre le *meilleur cours vendeur* et le *meilleur cours acheteur* se situait à environ 0,05 \$, ce qui se traduisait par une amélioration du cours d'environ 0,01 \$. Depuis le lancement de MATCH Now, l'écart à l'égard des titres les plus liquides a diminué considérablement et, pendant des parties importantes d'un *jour de bourse*, pourrait se situer aussi peu qu'à un *échelon de cotation* unique. La définition proposée de *meilleur cours* tente de garantir qu'il y ait une amélioration du cours significative par rapport au cours d'ordres transparents indépendamment de l'évolution de l'écart moyen à l'égard de titres.



sera arrondi au prochain échelon de cotation supérieur.

Écarts des recommandations faites dans l'Énoncé de position

Définition d'ordre invisible

Dans l'Énoncé de position, l'expression *ordre invisible* se définissait comme suit : « tout ordre qui est saisi sans transparence avant les opérations sur un marché ». Les RUIM sont structurées de façon générale afin d'imposer des obligations au moment de la saisie d'un ordre sur un marché ou au moment de l'exécution d'une transaction. Afin de tenir compte de la structure des RUIM, une définition davantage précise d'*ordre invisible* est incluse dans les modifications proposées. La définition proposée confirme que les *ordres au mieux* et certains *ordres à cours limité* seront exclus de la définition si les ordres seraient immédiatement exécutés au moment de leur saisie sur un marché, ainsi empêchant que les ordres soient diffusés dans un affichage consolidé. La définition d'un *ordre invisible* dans les modifications proposées exclut également certains ordres hors des circuits habituels à l'égard desquels le cours d'exécution n'est pas connu au moment de la saisie et qui sont autorisés à être exécutés en marge du meilleur cours acheteur et vendeur national conformément aux modalités de la Règle sur la protection des ordres. Aux termes des RUIM, ces ordres hors des circuits habituels comprennent les suivants : un *ordre de base*, un *ordre au dernier cours*, un *ordre au cours de clôture*, un *ordre au premier cours* et un *ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume*.

Exigence de taille minimale pour les ordres invisibles

L'une des recommandations faites dans l'Énoncé de position était qu'une dispense des exigences en matière de transparence avant les opérations ne soit disponible que pour les ordres qui respectent un seuil de taille minimale. L'Énoncé de position n'a pas fait de recommandations concernant la taille convenable d'un ordre en vue de l'obtention de la dispense des exigences en matière de transparence avant les opérations. L'Énoncé de position sollicitait des commentaires déterminés sur la question de ce qui constituerait une taille convenable. En fonction des réponses reçues, les ACVM ont décidé de ne pas établir d'exigence de taille minimale pour l'instant mais les ACVM se sont proposées de modifier la Norme sur le fonctionnement du marché afin de prévoir qu'un tel seuil peut être établi par le fournisseur de services de réglementation, soit



présentement l'OCRCVM¹². Les modifications proposées mettraient en œuvre la Règle 6.5 des RUIIM qui permettrait à l'OCRCVM de désigner une taille minimale à l'égard d'un *ordre invisible*. Les modifications proposées prévoiraient également qu'un ordre « iceberg » doit afficher au moins une *unité de négociation standard* ou la taille plus importante que peut désigner l'OCRCVM.

Aucune désignation d'une taille minimale à l'égard d'ordres *invisibles* ou de la partie affichée d'ordres iceberg ne serait faite au moment de l'approbation des modifications proposées. Cependant, au cours de mois à venir, les ACVM et l'OCRCVM examineront le marché canadien et surveilleront son évolution ainsi que les démarches réglementaires adoptées dans d'autres territoires afin de décider du seuil déterminé quant à la taille qui s'impose à l'égard des ordres *invisibles*. L'OCRCVM n'effectuerait de telles désignations qu'après consultation du public et l'obtention de l'approbation des ACVM.

Amélioration du cours

La recommandation faite dans l'Énoncé de position était qu'un *ordre invisible* devait fournir une amélioration du cours significative sauf lorsqu'il était négocié avec un autre *ordre invisible* qui respectait les exigences minimales quant à la taille. Aux termes des modifications proposées, tout *ordre invisible*, indépendamment de sa taille, aurait la faculté de négocier :

- à la condition que l'autre ordre bénéficie d'un *meilleur cours*;
- moyennant le meilleur cours acheteur ou vendeur national si l'autre ordre, au moment de sa saisie sur le marché, visait moins de 50 *unités de négociation standard* ou était assorti d'une valeur inférieure à 100 000 \$.

Cette modification par rapport à la recommandation figurant dans l'Énoncé de position garantit que les ordres visibles sur le même marché bénéficient de la priorité d'exécution par rapport aux *ordres invisibles* moyennant le même cours, tout en fournissant une plus grande possibilité d'exécution des *ordres invisibles*.

¹² Voir le paragraphe 2 de l'article 7.1 des modifications proposées au Règlement 21-101. Projets de règlements des Autorités canadiennes en valeurs mobilières modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation, Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, 18 mars 2011 - Vol. 8, n° 11, p. 456.



Résumé de l'incidence des modifications proposées

Le texte qui suit résume les incidences les plus importantes découlant de l'adoption des modifications proposées. Les modifications proposées :

- garantirait que les ordres visibles sur un marché bénéficient d'une priorité d'exécution par rapport aux *ordres invisibles* sur ce marché moyennant le même cours;
- exigeraient que les *ordres invisibles* procurent une amélioration significative du cours sauf lorsqu'ils sont exécutés contre des ordres « d'envergure »;
- prévoiraient que l'amélioration significative du cours correspond à au moins un *échelon de cotation* et, lorsque le marché affiché indique un écart d'un seul *échelon de cotation*, au moins la moitié d'un *échelon de cotation*.

Incidences technologiques et plan de mise en œuvre

Les modifications proposées permettraient à l'OCRCVM d'imposer des obligations aux *participants* et aux *personnes ayant droit d'accès* concernant les exigences quant à la taille minimale pour les *ordres invisibles* et les parties affichées d'ordres iceberg. Les modifications proposées exigeraient également, sous réserve de certaines exceptions, que les ordres qui sont exécutés contre des *ordres invisibles* bénéficient d'une amélioration du cours et que les ordres visibles sur le même marché bénéficient d'une priorité d'exécution par rapport aux *ordres invisibles* moyennant le même cours.

Les incidences technologiques des modifications proposées pour les *participants*, les *personnes ayant droit d'accès*, les marchés ou les fournisseurs de services sont les suivantes :

- il n'y aurait aucune incidence sur les systèmes des marchés transparents qui ne prévoient pas l'affichage d'*ordres invisibles* ou d'ordres iceberg de moins d'une *unité de négociation standard*;
- étant donné que les modifications proposées n'exigent pas la désignation d'*ordres invisibles*, il ne devrait y avoir aucune incidence sur les systèmes des *participants*, des *personnes ayant droit d'accès* ou des fournisseurs de services;
- les « marchés opaques » et les marchés transparents qui autorisent l'affichage d'*ordres invisibles* ou d'ordres iceberg de moins d'une *unité de négociation standard* seraient tenus de



garantir que leur fonctionnalité du système de négociation prévoie :

- la priorité d'exécution pour les ordres visibles sur leur marché par rapport aux *ordres invisibles* sur le marché moyennant le même cours;
- une amélioration significative du cours d'au moins un *échelon de cotation* (à la condition que, lorsque le marché affiché est assorti d'un écart de seulement un *échelon de cotation*, au moins la moitié d'un *échelon de cotation*) pour les ordres (à l'exception des ordres « d'envergure ») qui sont exécutés contre des *ordres invisibles*.

L'OCRCVM s'attendrait à ce que, si les modifications proposées sont approuvées par les autorités de reconnaissance, les modifications entrent en vigueur à la date à laquelle l'OCRCVM publie un avis de l'approbation mais la mise en œuvre serait retardée pendant cent quatre-vingts (180) jours suivant la date de la publication de l'avis d'approbation par l'OCRCVM.

Questions

Même si des commentaires sont sollicités sur tous les aspects des modifications proposées, des commentaires sont expressément sollicités sur les questions suivantes :

1. Si les restrictions selon lesquelles une vente à découvert peut être effectuée sont abrogées, les autres utilisations du *dernier cours vendeur* aux termes des RUIM justifient-elles le maintien de la restriction comme quoi le *dernier cours vendeur* doit constituer un *échelon de cotation* intégral?
2. À l'heure actuelle, les RUIM prévoient que le cours de tous les ordres saisis sur un marché doit être fixée moyennant un *échelon de cotation*. Avec l'adoption de la définition du *meilleur cours* qui permettra aux ordres d'être négociés moyennant des *échelons de cotation* partiels, les RUIM devraient-elles permettre la saisie d'une « application intentionnelle dotée d'un meilleur cours » moyennant l'*échelon de cotation* partiel afin de favoriser le respect de l'obligation d'obtenir le « meilleur cours » prévue dans la Règle sur la diffusion des ordres (Règle 6.3) et dans la Règle sur les transactions pour compte propre (Règle 8.1)?

**Annexes**

- L'Annexe « A » énonce le libellé des modifications proposées aux RUIM concernant la liquidité invisible;
- L'Annexe « B » renferme le libellé des dispositions pertinentes des RUIM telles qu'elles se liraient à l'adoption des modifications proposées.



Annexe « A »

Dispositions concernant la liquidité invisible

Les Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. La Règle 1.1 est modifiée par :
 - a) la suppression de la définition de « meilleur cours » et son remplacement par ce qui suit :

meilleur cours S'entend, à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné, d'un cours :

 - a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est d'un échelon de cotation inférieur au meilleur cours vendeur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation inférieur;
 - b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation supérieur.
 - b) l'ajout de la définition suivante d'« ordre invisible » :

ordre invisible S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :

 - a) fait partie d'une application intentionnelle;
 - b) est un ordre au mieux;
 - c) est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;
 - d) est un ordre de base;
 - e) est un ordre au cours de clôture;



- f) est un ordre au dernier cours;
 - g) est un ordre au premier cours;
 - h) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.
- c) la modification de la définition de « dernier cours vendeur » en y insérant, immédiatement après le mot « marché » dans la partie introductive, la phrase « pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche ».
2. La Règle 6.3 est modifiée par l'ajout, à l'alinéa (1), de la phrase « aux fins d'affichage » immédiatement après le mot « immédiatement ».
3. La Partie 6 est modifiée par l'ajout de la Règle 6.5 qui suit :
- Exigences liées à la taille minimale de certains ordres saisis sur un marché**
- Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente d'un titre sur un marché si l'une des conditions suivantes existe :
- a) l'ordre est un ordre invisible et ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition;
 - b) moins d'une unité de négociation standard de l'ordre ou un nombre plus important d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché au moment de la saisie de l'ordre sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.
4. La Partie 6 est modifiée par l'ajout de la Règle 6.6 qui suit :



Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible

- (1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants :
- a) le meilleur cours;
 - b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :
 - (i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,
 - (ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur;
 - c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :
 - (i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,
 - (ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur.
- (2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants :
- a) un ordre de base;
 - b) un ordre au cours du marché;
 - c) un ordre au cours de clôture;
 - d) un ordre au dernier cours;
 - e) un ordre au premier cours;



f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.

5. La Partie 7 est modifiée par l'ajout de la Règle 7.12 qui suit :

Interdiction de se fier à la fonctionnalité du marché

Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIM.

Les Politiques prises aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché sont par les présentes modifiées de la manière suivante :

1. L'article 1 de la Politique 6.1 est supprimé et remplacé par le texte suivant :

Article 1 - Prix d'exécution des ordres

Un ordre peut être exécuté moyennant l'échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution d'un tel ordre, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.



Annexe « B »

Libellé des RUIM compte tenu de l'adoption des modifications proposées concernant la liquidité invisible

Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours S'entend, à l'égard de chaque transaction découlant d'un ordre visant un titre donné, d'un cours :</p> <p>a) inférieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours vendeur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'un achat; toutefois, si le meilleur cours acheteur est d'un échelon de cotation inférieur au meilleur cours vendeur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation inférieur;</p> <p>b) supérieur d'au moins un échelon de cotation au meilleur cours acheteur au moment de la saisie de l'ordre sur un marché, s'il s'agit d'une vente; toutefois, si le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation supérieur.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>meilleur cours S'entend, à l'égard d'un <u>de chaque transaction découlant d'un ordre visant un</u> titre donné, d'un cours :</p> <p>a) inférieur <u>d'au moins un échelon de cotation</u> au meilleur cours vendeur <u>au moment de la saisie de l'ordre sur un marché</u>, s'il s'agit d'un achat; <u>toutefois, si le meilleur cours acheteur est d'un échelon de cotation inférieur au meilleur cours vendeur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation inférieur;</u></p> <p>b) supérieur <u>d'au moins un échelon de cotation</u> au meilleur cours acheteur <u>au moment de la saisie de l'ordre sur un marché</u>, s'il s'agit d'une vente; <u>toutefois, si le meilleur cours vendeur est d'un échelon de cotation supérieur au meilleur cours acheteur, le cours doit être au moins un demi échelon de cotation supérieur.</u></p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>ordre invisible S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :</p> <p>a) fait partie d'une application intentionnelle;</p> <p>b) est un ordre au mieux;</p> <p>c) est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;</p> <p>d) est un ordre de base;</p> <p>e) est un ordre au cours de clôture;</p> <p>f) est un ordre au dernier cours;</p> <p>g) est un ordre au premier cours;</p> <p>h) est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>ordre invisible S'entend d'un ordre dont, au moment de la saisie sur un marché, aucune partie <u>n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché, à l'exclusion d'un ordre saisi sur un marché qui :</u></p> <p>a) <u>fait partie d'une application intentionnelle;</u></p> <p>b) <u>est un ordre au mieux;</u></p> <p>c) <u>est un ordre à cours limité qui, en fonction des ordres indiqués dans un affichage consolidé du marché, est immédiatement exécuté dans son intégralité sur un ou plusieurs marchés au moment de sa saisie;</u></p> <p>d) <u>est un ordre de base;</u></p> <p>e) <u>est un ordre au cours de clôture;</u></p> <p>f) <u>est un ordre au dernier cours;</u></p> <p>g) <u>est un ordre au premier cours;</u></p> <p>h) <u>est un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</u></p>
<p>1.1 Définitions</p> <p>dernier cours vendeur Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un</p>	<p>1.1 Définitions</p> <p>dernier cours vendeur Le cours auquel a été effectuée la dernière vente d'au moins une unité de négociation standard d'un titre donné indiqué dans un affichage consolidé du marché <u>pourvu que, si la transaction a été exécutée moyennant un cours autre qu'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation supérieur et que, si la transaction a été exécutée moyennant un</u></p>



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente décollant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :</p> <p>a) un ordre de base, b) un ordre au cours du marché, c) un ordre au dernier cours, d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières, e) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><u>cours correspondant à la moitié d'un échelon de cotation, le cours soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche</u> mais excluant le cours auquel a été effectuée une vente décollant d'un ordre qui est l'un des ordres suivants :</p> <p>a) un ordre de base, b) un ordre au cours du marché, c) un ordre au dernier cours, d) un ordre assorti de conditions particulières sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a fait l'objet d'une exécution au moyen d'un ou de plusieurs ordres autres qu'un ordre assorti de conditions particulières, e) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>
<p>6.3 Diffusion des ordres clients</p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement aux fins d'affichage sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p>	<p>6.3 Diffusion des ordres clients</p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement <u>aux fins d'affichage</u> sur un marché qui affiche les ordres conformément à la partie 7 de la norme sur le fonctionnement du marché un ordre client visant l'achat ou la vente d'au plus 50 unités de négociation standard d'un titre, à moins que, selon le cas :</p> <p>...</p>
<p>6.5 Exigences liées à la taille minimale de certains ordres saisis sur un marché</p> <p>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente d'un titre sur un marché si l'une des conditions suivantes existe :</p> <p>a) l'ordre est un ordre invisible et ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition; b) moins d'une unité de négociation standard de l'ordre ou un nombre plus important d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché au moment de la saisie de l'ordre sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.</p>	<p><u>6.5 Exigences liées à la taille minimale de certains ordres saisis sur un marché</u></p> <p><u>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre d'achat ou de vente d'un titre sur un marché si l'une des conditions suivantes existe :</u></p> <p><u>a) l'ordre est un ordre invisible et ne dépasse pas le nombre d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition;</u> <u>b) moins d'une unité de négociation standard de l'ordre ou un nombre plus important d'unités précisé à l'occasion par l'autorité de contrôle du marché aux fins de l'application de la présente disposition sera indiqué dans un affichage consolidé du marché au moment de la saisie de l'ordre sur le marché et à tout moment antérieur à l'exécution intégrale de l'ordre.</u></p>
<p>6.6 Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible</p> <p>(1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants :</p>	<p><u>6.6 Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible</u></p> <p><u>(1) Si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisit sur un marché un ordre d'achat ou de vente d'un titre, cet ordre peut être exécuté au moyen d'un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté moyennant l'un des cours suivants :</u></p>



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>a) le meilleur cours;</p> <p>b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</p> <p>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</p> <p>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur;</p> <p>c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</p> <p>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</p> <p>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur.</p> <p>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants :</p> <p>a) un ordre de base;</p> <p>b) un ordre au cours du marché;</p> <p>c) un ordre au cours de clôture;</p> <p>d) un ordre au dernier cours;</p> <p>e) un ordre au premier cours;</p> <p>f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</p>	<p><u>a) le meilleur cours;</u></p> <p><u>b) le meilleur cours vendeur, s'il s'agit d'un achat, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</u></p> <p><u>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</u></p> <p><u>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre de vente du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours vendeur;</u></p> <p><u>c) le meilleur cours acheteur, s'il s'agit d'une vente, pourvu que les deux conditions suivantes soient réunies :</u></p> <p><u>(i) l'ordre, au moment de sa saisie sur un marché, vise plus de 50 unités de négociation standard ou est assorti d'une valeur supérieure à 100 000 \$,</u></p> <p><u>(ii) au moment de l'exécution de la transaction au moyen de l'ordre invisible, aucun ordre d'achat du titre n'est affiché sur ce marché à ce meilleur cours acheteur.</u></p> <p><u>(2) L'alinéa (1) ne s'applique pas si l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès est l'un des ordres suivants :</u></p> <p><u>a) un ordre de base;</u></p> <p><u>b) un ordre au cours du marché;</u></p> <p><u>c) un ordre au cours de clôture;</u></p> <p><u>d) un ordre au dernier cours;</u></p> <p><u>e) un ordre au premier cours;</u></p> <p><u>f) un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume.</u></p>
<p>7.12 Interdiction de se fier à la fonctionnalité du marché</p> <p>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIIM.</p>	<p><u>7.12 Interdiction de se fier à la fonctionnalité du marché</u></p> <p><u>Un participant ou une personne ayant droit d'accès ne saisit pas un ordre sur un marché donné s'il sait ou devrait raisonnablement savoir que le traitement de l'ordre par le marché et par les systèmes de négociation du marché pourrait faire en sorte que l'affichage ou l'exécution de l'ordre ne soit pas conforme à l'une des exigences applicables des RUIIM.</u></p>
<p>Politique 6.1 - Saisie d'ordres sur un marché</p> <p>Partie 1 - Prix d'exécution des ordres</p> <p>Un ordre peut être exécuté moyennant l'échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution d'un tel ordre, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le</p>	<p>Politique 6.1 - Saisie d'ordres sur un marché</p> <p>Partie 1 - Exceptions visant certain types d' Prix d'exécution des ordres</p> <p>En dépit du fait que tous les ordres visant un titre moyennant un cours d'au moins cinquante cents doivent être saisis sur un marché à un cours qui ne comprend pas une fraction ou une partie</p>



Libellé des dispositions après l'adoption des modifications proposées	Libellé des dispositions actuelles soulignées afin d'indiquer l'adoption des modifications proposées
<p>contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il soit arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.</p>	<p>d'un cent, un ordre qui est saisi sur un marché à titre d'ordre de base, d'ordre au cours du marché ou d'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume <u>Un ordre</u> peut être exécuté moyennant et <u>l'</u>échelon de prix selon ce qui est établi par le marché en vue de l'exécution d'un de tels ordres, à la condition que, et sauf si l'agence de traitement de l'information ou le fournisseur d'information autorise le contraire, le marché déclare le prix selon lequel la transaction a été exécutée à l'agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon l'échelon de cotation le plus proche et, dans l'éventualité où le prix donne lieu à la moitié d'un échelon de cotation, il <u>soit est</u> arrondi à l'échelon de cotation le plus proche.</p>

7.3.2 Publication

Aucune information