

# 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 ») – Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible**

L'Autorité des marchés financiers publie le projet, déposé par l'OCRCVM, de modification de la Règle sur la diffusion des ordres. Le projet de modifications vise à limiter la possibilité pour un participant d'exécuter un ordre visant au plus 50 unités de négociation standard sur un marché organisé étranger, à moins que l'ordre soit exécuté à un « meilleur cours » ou n'ait été saisi sur un marché qui affiche des renseignements sur les ordres. L'objet du projet révisé de disposition anti-évitement est de favoriser la transparence avant les opérations qui est obtenu par la Règle sur la diffusion des ordres et d'assurer une application uniforme de l'exigence d'obtenir un « meilleur cours » à l'intérieur du cadre réglementaire pour la liquidité invisible au Canada.

(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 30 mars 2015, à :

Me Anne-Marie Beaudoin  
Secrétaire générale  
Autorité des marchés financiers  
800, square Victoria, 22e étage  
C.P. 246, tour de la Bourse  
Montréal (Québec) H4Z 1G3  
Télécopieur : 514 864-6381  
Courrier électronique : [consultation-en-cours@lautorite.qc.ca](mailto:consultation-en-cours@lautorite.qc.ca)

#### **Information complémentaire**

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

Serge Boisvert  
Analyste à la réglementation  
Direction principale de l'encadrement des structures de marché  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4358  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4358  
Télécopieur : 514 873-7455  
Courrier électronique : [serge.boisvert@lautorite.qc.ca](mailto:serge.boisvert@lautorite.qc.ca)

Roland Geiling  
Analyste en produits dérivés  
Direction principale de l'encadrement des structures de marché  
Autorité des marchés financiers  
Téléphone : 514 395-0337, poste 4323  
Numéro sans frais : 1 877 525-0337, poste 4323

Télécopieur : 514 873-7455

Courrier électronique : [roland.geiling@lautorite.gc.ca](mailto:roland.geiling@lautorite.gc.ca)



## AVIS DE L'OCRCVM

**Avis sur les règles**  
**Appel à commentaires**  
 RUIM

*Destinataires à l'interne :*  
 Affaires juridiques et conformité  
 Négociation

*Personne-ressource :*

Sonali GuptaBhaya  
 Avocate principale aux politiques,  
 Politique de réglementation des marchés  
 Téléphone : 416 646-7272  
 Télécopieur : 416 646-7265  
 Courriel : [sguptabhaya@iiroc.ca](mailto:sguptabhaya@iiroc.ca)

**15-0023**  
**Le 29 janvier 2015**

### **Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible**

#### **Récapitulatif**

L'OCRCVM propose des modifications (le **Projet de modification**) concernant la Règle sur la diffusion des ordres<sup>1</sup> qui limiterait la possibilité pour un participant d'exécuter un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard (un **ordre client de petite envergure**) sur un marché organisé réglementé étranger, à moins que l'ordre n'ait été saisi sur un marché qui affiche des renseignements sur les ordres (et que l'ordre n'ait été affiché ou exécuté au moment de la saisie) ou exécuté à un « meilleur cours »<sup>2</sup> (le **Projet de disposition anti-évitement**).

L'objet du Projet de disposition anti-évitement est de favoriser l'objectif de la transparence avant les opérations qui est soutenu par la Règle sur la diffusion des ordres et d'assurer une

<sup>1</sup> Paragraphe 6.3 des RUIM

<sup>2</sup> Un « meilleur cours » est défini dans les RUIM comme étant une amélioration du cours d'au moins un échelon de cotation ou, si l'écart entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur est d'un seul échelon de cotation, une amélioration du cours d'un demi-échelon de cotation.



application uniforme de l'exigence d'obtenir un « meilleur cours » à l'intérieur du cadre réglementaire pour la liquidité invisible au Canada. Nous estimons que toute amélioration du cours en deçà de ce qui constituerait un « meilleur cours » est insuffisamment importante pour justifier que le marché canadien soit privé de l'avantage de la transparence. Le Projet de disposition anti-évitement aiderait à garantir que les ordres clients de petite envergure qui contribuent à la formation des cours au Canada ne sont pas devancés par des ordres acheminés à un territoire étranger qui peuvent être exécutés avant des ordres canadiens affichés d'un montant qui ne serait pas suffisant au Canada.

La Règle sur la diffusion des ordres et l'exigence d'obtenir un « meilleur cours » contribuent conjointement à maintenir la qualité de la formation des cours au Canada et, par conséquent, la compétitivité de nos marchés des titres de capitaux propres. Cette nouvelle publication<sup>3</sup> vise à susciter un débat public sur la meilleure façon d'équilibrer les effets qu'une augmentation de la quantité d'ordres acheminés à des marchés américains par certains participants aurait sur l'état de santé général de nos marchés.

Le Projet de disposition anti-évitement s'appliquerait aux ordres clients de petite envergure provenant de tous les comptes, quels que soient la résidence du titulaire du compte, la monnaie dans laquelle le compte est libellé ou le type de compte (c.-à-d. compte de détail ou compte institutionnel).

S'il est mis en œuvre, le Projet de disposition anti-évitement pourrait exiger que certains participants apportent des changements aux systèmes qu'ils utilisent pour acheminer des ordres clients de petite envergure. De plus, les participants devraient réviser leurs politiques et leurs procédures pour assurer que les ordres clients de petite envergure qui sont acheminés à un marché organisé réglementé étranger sont diffusés aux fins d'affichage ou exécutés à un « meilleur cours ».

S'il était approuvé, le Projet de modification entrerait en vigueur environ 90 jours après la publication de l'avis d'approbation.

<sup>3</sup> Le Projet de disposition anti-évitement était inclus avec certaines autres modifications proposées aux RUIM concernant l'exécution et la déclaration de transactions hors marché qui ont été publiées pour commentaires le 13 avril 2012 (le Projet de modification de 2012). Se reporter à l'Avis de l'OCRCVM [12-0131](#) – *Dispositions visant l'exécution et la déclaration de certaines transactions hors marché* (13 avril 2012).



## Avis sur les règles - Table des matières

1.	PROCESSUS D'ÉLABORATION DES POLITIQUES .....	4
2.	CONTEXTE DU PROJET DE MODIFICATION.....	5
2.1	<i>OBLIGATIONS DE « DIFFUSION DES ORDRES » AU CANADA .....</i>	<i>5</i>
2.2	<i>CONDITIONS DU « MEILLEUR COURS » AU CANADA ET EXÉCUTION SUR LES MARCHÉS ORGANISÉS RÉGLEMENTÉS ÉTRANGERS .....</i>	<i>5</i>
3.	OBJET DU PROJET DE MODIFICATION .....	7
4.	PUBLICATION ANTÉRIEURE DU PROJET DE MODIFICATION .....	7
4.1	<i>PRÉOCCUPATIONS DES INTERVENANTS AU SUJET DU PROJET DE DISPOSITION ANTI-ÉVITEMENT ET RÉPONSES DE L'OCRCVM .....</i>	<i>8</i>
4.2	<i>SOLUTIONS DE RECHANGE PROPOSÉES AU PROJET DE DISPOSITION ANTI-ÉVITEMENT ET RÉPONSES DE L'OCRCVM .....</i>	<i>11</i>
5.	DISCUSSION DU PROJET DE MODIFICATION.....	12
5.1	<i>PROJET DE DISPOSITION ANTI-ÉVITEMENT .....</i>	<i>12</i>
5.1.1	<i>Prise en compte des marchés canadiens non transparents .....</i>	<i>13</i>
5.1.2	<i>Exécution d'ordres invisibles sur un marché organisé réglementé étranger transparent .....</i>	<i>13</i>
5.1.3	<i>Exécution d'applications sur un marché organisé réglementé étranger transparent .....</i>	<i>14</i>
5.1.4	<i>Détermination de l'exécution à un « meilleur cours » .....</i>	<i>14</i>
5.2	<i>MODIFICATIONS RÉDACTIONNELLES ET CORRÉLATIVES .....</i>	<i>14</i>
6.	SOLUTIONS DE RECHANGE ENVISAGÉES .....	15
6.1	<i>RÉVISER LA DÉFINITION D'UN MARCHÉ ORGANISÉ RÉGLEMENTÉ ÉTRANGER .....</i>	<i>15</i>
6.2	<i>CONSERVER LA SITUATION ACTUELLE .....</i>	<i>15</i>
7.	RÉSUMÉ DES EFFETS DU PROJET DE MODIFICATION .....	15
8.	INCIDENCES TECHNOLOGIQUES ET PLAN DE MISE EN ŒUVRE.....	16
9.	QUESTIONS.....	17
10.	ANNEXES.....	17
	ANNEXE A.....	18
	ANNEXE B.....	19
	ANNEXE C.....	20

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible** 3



## 1. Processus d'élaboration des politiques

Le Comité consultatif sur les règles du marché (le **CCRM**) de l'OCRCVM a examiné cette question<sup>4</sup>. Le CCRM est formé de représentants : des marchés pour lesquels l'OCRCVM agit à titre de fournisseur de services de réglementation, des participants, des investisseurs institutionnels, des adhérents ainsi que du milieu juridique et de la conformité.

Le conseil d'administration de l'OCRCVM (le **Conseil**) a jugé que le Projet de modification est dans l'intérêt public.

L'OCRCVM sollicite des commentaires sur tous les aspects du Projet de modification, y compris toute question qui n'y est pas abordée. Les commentaires sur le Projet de modification doivent être faits par écrit et transmis au plus tard le **30 mars 2015** à :

Sonali GuptaBhaya  
 Avocate principale aux politiques, Politique de réglementation des marchés,  
 Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières  
 Bureau 2000,  
 121, rue King Ouest  
 Toronto (Ontario) M5H 3T9  
 Télécopieur : 416 646-7265  
 Courriel : sguptabhaya@iicroc.ca

Il faut également transmettre une copie aux autorités de reconnaissance<sup>5</sup> à l'adresse 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

***Il est porté à l'attention des personnes qui présentent des lettres de commentaires qu'une copie de leur lettre de commentaires sera mise à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM ([www.ocrcvm.ca](http://www.ocrcvm.ca)).***

<sup>4</sup> L'examen du CCRM ne devrait pas être interprété comme l'approbation ou l'aval du Projet de disposition anti-évitement. Les membres du CCRM sont censés donner leur point de vue personnel sur des sujets qui pourraient ne pas représenter pour autant le point de vue de leurs organismes respectifs exprimé au cours du processus de consultation.

<sup>5</sup> L'OCRCVM est un organisme d'autoréglementation reconnu par chacune des autorités provinciales canadiennes en valeurs mobilières (les **autorités de reconnaissance**).



Après avoir examiné les commentaires sur le Projet de modification reçus en réponse au présent appel à commentaires ainsi que les commentaires des autorités de reconnaissance, l'OCRCVM peut recommander d'apporter des révisions au Projet de modification. Si les révisions ne sont pas importantes, le Conseil a autorisé le président à les approuver au nom de l'OCRCVM, et le Projet de modification tel que révisé sera soumis à l'approbation des autorités de reconnaissance. Si les révisions sont importantes, le Projet de modification tel que révisé sera soumis à la ratification du Conseil et, s'il est ratifié, il sera publié dans le cadre d'un nouvel appel à commentaires.

## 2. Contexte du Projet de modification

### 2.1 Obligations de « diffusion des ordres » au Canada

La Règle sur la diffusion des ordres oblige un participant à saisir immédiatement un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard<sup>6</sup> sur un marché qui affiche des renseignements sur les ordres. L'expression « au plus 50 unités de négociation standard » d'un titre a trait à la taille de l'ordre reçu par un participant. Les ordres faisant partie d'un ordre plus important qui vise plus de 50 unités de négociation ne seraient pas assujettis aux exigences de la Règle sur la diffusion des ordres.

La Règle sur la diffusion des ordres vise à renforcer la formation des cours en augmentant la liquidité sur les marchés affichés. Les RUIM et la législation en valeurs mobilières cherchent donc à protéger ces ordres contre les transactions hors cours. En particulier, la partie 6 du Règlement 23-101 (la Règle sur la protection des ordres) protège les ordres affichés, y compris les ordres clients de petite envergure qui ont été affichés conformément à la Règle sur la diffusion des ordres.

### 2.2 Conditions du « meilleur cours » au Canada et exécution sur les marchés organisés réglementés étrangers

Il existe des exceptions à la Règle sur la diffusion des ordres.<sup>7</sup> Par exemple, un participant peut ne pas saisir immédiatement un ordre client de petite envergure sur un marché affiché, si

<sup>6</sup> Aux fins des RUIM, 50 unités de négociation standard correspondent à : 5 000 actions d'un titre négociées à un cours d'au moins 1,00 \$; 25 000 actions d'un titre négociées à un cours d'au moins 0,10 \$ et de moins de 1,00 \$; et 50 000 actions d'un titre négociées à un cours inférieur à 0,10 \$.

<sup>7</sup> Les exceptions permises selon le paragraphe 6.3 des RUIM comportent les cas suivants :

- (a) le client a expressément donné des instructions 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) la saisie de l'ordre, en fonction des conditions du marché, n'est pas dans l'intérêt du client;
- (f) l'ordre est de plus de 100 000 \$;
- (g) l'ordre fait partie d'une transaction devant être effectuée conformément au paragraphe 6.4 autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché;





l'ordre est exécuté à un « meilleur cours ».<sup>8</sup> En 2012, le paragraphe 6.6 des RUIM – *Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible* a été mis en œuvre en tant que composante du cadre réglementaire pour la liquidité invisible, qui modifiait la définition de « meilleur cours ».<sup>9</sup> Selon le paragraphe 6.6 des RUIM, lorsqu'il est exécuté contre un ordre visant au plus 50 unités de négociation standard ou un ordre d'au plus 100 000 \$, un ordre invisible<sup>10</sup> ne peut être négocié avant un ordre affiché au meilleur cours à moins que l'ordre invisible améliore le cours de l'ordre affiché d'au moins un échelon de cotation (ou d'au moins un demi-échelon de cotation dans le cas des titres ayant un écart d'un échelon de cotation entre le cours acheteur et le cours vendeur).<sup>11</sup> La Règle sur la diffusion des ordres et le cadre réglementaire pour la liquidité invisible soutiennent conjointement la formation des cours avant les opérations et la qualité générale du marché canadien.

Une autre exception à la Règle sur la diffusion des ordres<sup>12</sup> permet à un participant de ne pas saisir immédiatement un ordre client de petite envergure sur un marché affiché si l'ordre est exécuté sur un marché organisé réglementé étranger.<sup>13</sup> Le principe sous-tendant cette exception est le suivant : dans le cas de titres intercotés à des bourses du Canada et des États-Unis, les activités d'arbitrage entre marchés transparents parviennent généralement à harmoniser constamment les cours et un participant, en raison de ses obligations de meilleure exécution, devrait « s'efforcer avec diligence d'exécuter chaque ordre client aux conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ».<sup>14</sup>

Cependant, cette exception soulève la crainte qu'elle permette aux ordres clients de petite envergure d'être saisis sur un marché organisé réglementé étranger non transparent et exécutés à un cours inférieur à celui qui serait exigé s'il était exécuté contre un ordre invisible au Canada.<sup>15</sup>

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

<sup>8</sup> Sous alinéa 6.3(1)b) des RUIM.

<sup>9</sup> En plus d'établir un seuil minimal d'amélioration du cours pour les ordres clients de petite envergure exécutés contre un ordre invisible, le cadre réglementaire pour la liquidité invisible prévoyait une priorité d'exécution des ordres visibles par rapport aux ordres invisibles au même cours sur le même marché et autorisait l'OCRCVM à établir une taille minimale pour les ordres invisibles.

<sup>10</sup> Un ordre invisible est défini dans les RUIM comme un ordre dont aucune partie n'est indiquée dans un affichage consolidé du marché lorsqu'il est saisi sur un marché. Tout ordre qui peut être immédiatement exécuté au moment de sa saisie ou qui constitue un type d'ordre « spécialisé » pouvant être exécuté à un cours hors de l'écart meilleur cours acheteur-meilleur cours vendeur serait exclu de la définition d'ordre invisible.

<sup>11</sup> Le sous-alinéa 6.6 (1)a) des RUIM - *Amélioration du cours au moyen d'un ordre invisible* prévoit que si un participant ou une personne ayant droit d'accès saisi sur un marché un ordre d'achat ou de vente visant un titre, cet ordre peut être exécuté contre un ordre invisible à la condition que l'ordre saisi par le participant ou par la personne ayant droit d'accès soit exécuté au meilleur cours.

<sup>12</sup> Sous-alinéa 6.3(1)g).

<sup>13</sup> Le terme « marché organisé réglementé étranger » est défini dans les RUIM. Se reporter également à l'avis de l'OCRCVM [14-0293](#) – *Note d'orientation sur la définition de « marché organisé réglementé étranger »* (15 décembre 2014).

<sup>14</sup> Se reporter au paragraphe 5.1 des RUIM et, en particulier, aux articles 3 et 4 de la Politique 5.1.

<sup>15</sup> Les règles américaines n'exigent pas un seuil minimal d'amélioration du cours pour les ordres exécutés contre un ordre invisible comme c'est le cas au Canada.



### 3. Objet du Projet de modification

Si les participants n'ont aucune obligation parallèle, comme le Projet de disposition anti-évitement, d'obtenir une amélioration du cours à un « meilleur cours » lorsqu'ils négocient des ordres clients de petite envergure sur des marchés non transparents à l'extérieur du Canada, les objectifs de la Règle sur la diffusion des ordres et du cadre réglementaire pour la liquidité invisible ne sont pas entièrement atteints et, si des courtiers canadiens envoient d'importants flux d'ordres sur un marché étranger, le mécanisme de formation des cours et la qualité générale du marché canadien pourraient en souffrir. Nous estimons que toute amélioration du cours en deçà de ce qui constituerait un « meilleur cours » est insuffisamment importante pour justifier que le marché canadien soit privé de l'avantage de la transparence. Par conséquent, le Projet de modification exigerait que les ordres clients de petite envergure obtiennent une amélioration du cours comparable qu'ils soient exécutés contre un ordre invisible au Canada ou sur un marché organisé réglementé étranger non transparent. L'OCRCVM est d'avis que la publication de l'appel à commentaires sur le Projet de disposition anti-évitement permettra de susciter un débat public sur la meilleure façon d'assurer une application uniforme du cadre réglementaire pour la liquidité invisible.

Nous avons appris qu'actuellement certains participants envoient ou ont l'intention d'envoyer des ordres de détail visant des titres cotés pour être exécutés par des courtiers américains (aussi appelés **grossistes**) généralement en dehors des marchés publics au moyen de l'internalisation ou de systèmes de négociation parallèles non transparents procurant une amélioration du cours minime. Ces participants ont expliqué qu'ils envoient ou ont l'intention d'envoyer leurs flux d'ordres clients de petite envergure aux États-Unis parce que les coûts associés à l'exécution des ordres sont inférieurs et que les ordres peuvent être exécutés à un meilleur cours (parfois d'aussi peu que d'un dixième de cent par action) que celui auquel ils seraient exécutés sur un marché affiché au Canada.

Nous craignons que, même si un faible pourcentage des flux d'ordres de détail des importants courtiers est dirigé vers des courtiers américains et contourne le marché canadien, cela nuise à la formation des cours au Canada et, par conséquent, à la qualité de nos marchés de titres de capitaux propres.

### 4. Publication antérieure du Projet de modification

Le 13 avril 2012, nous avons publié l'appel à commentaires du Projet de modification visant l'exécution et la déclaration de certaines transactions hors marché, qui comprenait le Projet de disposition anti-évitement.<sup>16</sup> Nous avons reçu neuf lettres de commentaires, dont la majorité s'opposait au Projet de disposition anti-évitement.

<sup>16</sup> Le Projet de modification de 2012 contenait aussi des modifications proposées visant la déclaration de certaines transactions hors marché ainsi que certaines modifications rédactionnelles et corrélatives. Nous sommes actuellement en train d'examiner ces aspects du projet de modification de 2012.



Nous n'avons pas établi la version définitive du Projet de disposition anti-évitement après la publication de l'appel à commentaires en 2012, car nous avons estimé alors que les participants n'envoyaient pas une fraction substantielle de leurs flux d'ordres de détail à l'extérieur du Canada. Toutefois, nous nous étions alors engagés à surveiller l'évolution de la situation et à réexaminer ce projet au besoin. En raison des changements survenus dans les pratiques de certains participants en ce qui concerne l'acheminement de leurs ordres aux États-Unis et des préoccupations de l'OCRCVM au sujet de l'incidence négative possible de ces pratiques sur le marché canadien, nous publions de nouveau le Projet de disposition anti-évitement afin notamment de solliciter des commentaires sur la question à savoir si une disposition anti-évitement serait plus appropriée maintenant en raison de la croissance des flux d'ordres dirigés vers les États-Unis et de l'incidence négative possible de cette croissance sur la qualité du marché canadien.

#### **4.1 Préoccupations des intervenants au sujet du Projet de disposition anti-évitement et réponses de l'OCRCVM**

En réponse au Projet de modification de 2012, les intervenants ont exprimé plusieurs préoccupations visant le Projet de disposition anti-évitement. Nous vous présentons ci-après un résumé des principales préoccupations des intervenants ainsi que des commentaires de l'OCRCVM concernant ces préoccupations. Veuillez vous reporter aussi à l'Annexe « C » qui présente un résumé plus détaillé des commentaires reçus concernant le Projet de modification de 2012 et des réponses de l'OCRCVM.

##### (a) Compromission de la capacité à obtenir la meilleure exécution

De nombreux intervenants ont indiqué que le Projet de disposition anti-évitement limiterait leur accès aux plateformes sur lesquelles les investisseurs peuvent trouver de la liquidité et restreindrait la capacité des participants à obtenir le meilleur cours et, par conséquent, leur capacité à obtenir la meilleure exécution. Les intervenants craignent aussi que le Projet de disposition anti-évitement ait d'importantes conséquences en ce qui a trait à la meilleure exécution pour les clients de détail qui sont sensibles à des facteurs autres que le cours, comme la vitesse et la certitude de l'exécution.

*L'OCRCVM convient que l'obtention de la meilleure exécution est une importante obligation que les participants doivent respecter. Toutefois, nous devons également tenir compte des effets qu'une augmentation des flux d'ordres vers les États-Unis aurait sur l'état de santé général de nos marchés. La Règle sur la diffusion des ordres a été mise en œuvre pour soutenir la formation des cours. Un objectif du Projet de disposition anti-évitement est d'assurer que ces ordres ne sont pas devancés par des ordres dans un territoire étranger qui peuvent être exécutés avant des ordres canadiens affichés d'un montant qui ne serait pas suffisant au Canada. Ces deux responsabilités aident conjointement à maintenir la vigueur du marché canadien transparent et, par conséquent, la qualité de nos marchés de titres de capitaux propres. Nous estimons qu'une amélioration du cours en deçà de ce qui constituerait un « meilleur cours » est insuffisamment importante pour justifier que le marché canadien soit privé de l'avantage de la transparence. Nous estimons aussi que de veiller à ce que les ordres clients de petite envergure obtiennent une amélioration du cours*

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible 8**



*comparable qu'ils soient exécutés contre un ordre invisible au Canada ou sur un marché organisé réglementé étranger n'ayant aucune transparence avant les opérations est une façon de permettre aux investisseurs canadiens de continuer à disposer d'un solide marché au Canada pour effectuer leurs opérations.*

(b) Complications pour les courtiers étrangers tiers

Des intervenants ont mentionné que, lorsqu'ils envoient un ordre client aux États-Unis, le contrôle de l'ordre est entre les mains d'un tiers et que le participant ne sait pas si l'ordre est exécuté sur un marché non transparent ou transparent. De plus, certains craignent que les participants soient tenus d'exiger des fournisseurs de services étrangers qu'ils se conforment aux normes réglementaires canadiennes et que les participants doivent cesser ces activités avec ces fournisseurs de service étrangers si les maisons de courtage canadiennes ne peuvent obtenir un montant compensatoire de ces sociétés tierces.

*L'objectif est que le participant détermine, au moment de prendre sa décision sur l'acheminement, s'il pourra obtenir un « meilleur cours » en envoyant un ordre client de petite envergure à un marché organisé réglementé étranger. Un participant pourrait donc envoyer à un fournisseur de services étranger un ordre assorti d'un cours limité qui garantirait que, si l'ordre est exécuté, il le serait à un « meilleur cours », tel que mesuré au moment où l'ordre a été envoyé par le participant. Cette solution pourrait atténuer certaines complications pour les courtiers étrangers.*

(c) Changements technologiques et augmentation des coûts

Plusieurs intervenants ne sont pas d'accord avec l'assertion selon laquelle le Projet de disposition anti-évitement n'aura aucune conséquence sur le plan technologique. Certains intervenants ont indiqué qu'il serait nécessaire de créer de nouveaux algorithmes, de modifier des mécanismes d'acheminement des ordres, d'instaurer des processus manuels et de centraliser des structures de surveillance et des systèmes pour se conformer au Projet de disposition anti-évitement. Certains intervenants ont aussi mentionné que le fait d'exiger que des fournisseurs de services étrangers suivent des procédures particulières pour exécuter des transactions de maisons de courtage canadiennes augmenterait sensiblement les coûts, car ces dernières auraient à absorber ces coûts technologiques et ces coûts d'exploitation.

*Nous faisons remarquer que les participants ne sont pas tenus d'accéder à des marchés organisés réglementés étrangers et qu'aucun changement n'est nécessaire à moins que des participants choisissent d'envoyer des ordres clients de petite envergure assujettis à la Règle sur la diffusion des ordres à des marchés organisés réglementés étrangers. Dans le cas de ces participants, nous reconnaissons que des changements dans leurs pratiques en matière d'acheminement des ordres seraient probablement nécessaires. Nous estimons que les coûts pour ces participants seraient proportionnés au préjudice que le marché canadien pourrait subir en raison de cette activité.*

(d) Inéquitable pour les investisseurs canadiens

Certains intervenants ont affirmé que la disposition proposée accorderait aux négociateurs professionnels et aux négociateurs à haute vitesse un accès privilégié aux marchés américains non transparents par rapport aux ordres clients de petite envergure. Plus précisément, un



intervenant a mentionné qu'un négociateur professionnel ou un négociateur à haute vitesse pourrait négocier un ordre client sur un marché affiché offrant un pire cours au Canada, puis couvrir immédiatement sa position sur le marché américain non transparent et encaisser l'amélioration du cours qui aurait été versée sinon au client canadien.

Quelques intervenants ont également émis l'avis que le Projet de disposition anti-évitement nuirait surtout aux investisseurs de détail canadiens, car l'acheminement d'ordres clients de petite envergure à des marchés visibles canadiens exposerait ces ordres à des flux d'ordres opportunistes ou de courte durée, ce qui n'est pas conforme à la meilleure exécution du fait que la proposition obligera les investisseurs à interagir davantage avec de la liquidité non naturelle.

*Un objectif du Projet de disposition anti-évitement est d'assurer que les exigences mises en place par le cadre réglementaire pour la liquidité invisible et la Règle sur la diffusion des ordres sont uniformément appliquées afin que les objectifs visés par ces exigences soient atteints de façon adéquate. Par conséquent, nous continuons de penser qu'il est approprié de limiter le champ d'application du Projet de disposition anti-évitement aux ordres clients de petite envergure. De plus, nous croyons comprendre qu'une partie des flux d'ordres envoyés aux États-Unis est internalisée par les courtiers américains, ce qui pourrait aussi être considéré comme de la liquidité non naturelle.*

(e) Inéquitable pour les participants

Un intervenant s'est dit d'avis que, même si le Projet de disposition anti-évitement était mis en œuvre, des flux d'ordres clients de petite envergure seraient tout de même envoyés aux États-Unis, parce que des clients canadiens et des non-participants traiteraient alors directement avec des courtiers américains afin d'éviter de payer les coûts de transaction plus élevés qui sont exigés sur le marché canadien, ce qui désavantagerait les participants.

*Nous croyons comprendre que, bien que certains participants transmettent les coûts de transaction à leurs clients, de nombreux autres ne le font pas. Dans ces derniers cas, un client aurait peu d'incitation à traiter directement avec un courtier américain pour éviter de payer les frais des marchés canadiens, puisque ces coûts ne sont pas assumés actuellement par les clients.*

(f) Difficulté de faire appliquer la proposition

Un intervenant a indiqué qu'il serait difficile de faire appliquer le Projet de disposition anti-évitement en raison de la documentation exigée pour enregistrer adéquatement la plateforme d'exécution et le taux de change de chaque exécution de chaque ordre, ainsi que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada au moment de l'acheminement. Cet intervenant a aussi mentionné qu'il faudrait évaluer, en fonction des exécutions individuelles et en tenant compte des taux de change, si les exécutions sur des plateformes non transparentes ont fourni une amélioration de cours suffisante. Une autre difficulté pour se conformer à la disposition proposée est qu'il existe une grande diversité dans les méthodes de déclaration des plateformes d'exécution des divers courtiers américains et la fiabilité de leurs déclarations.



*L'objectif de l'OCRCVM est que la conformité à la disposition proposée soit évaluée en fonction de l'information utilisée par le participant au moment de sa décision sur l'acheminement plutôt qu'en examinant seulement le cours d'exécution effectivement obtenu. Se reporter à la section 5.1.4 Détermination de l'exécution à un « meilleur cours » pour obtenir des précisions.*

(g) Inclusion des comptes non canadiens et des comptes libellés en monnaie étrangère

Presque tous les intervenants sont en faveur d'appliquer le Projet de disposition anti-évitement seulement aux ordres provenant de comptes canadiens libellés en monnaie canadienne. Quelques intervenants se sont dits d'avis que l'application de la disposition proposée aux ordres provenant de comptes étrangers créerait un désavantage concurrentiel pour les participants, car les comptes non canadiens peuvent être traités avec des courtiers de leur territoire qui pourraient négocier des ordres sur des plateformes non canadiennes, visibles ou opaques. Un autre intervenant a expliqué qu'il ne serait pas pratique d'exiger que les ordres provenant d'un compte canadien libellé dans une monnaie étrangère obtiennent un « meilleur cours » que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada s'ils sont exécutés sur des plateformes non transparentes.

*L'OCRCVM prévoit maintenir le champ d'application initial du Projet de disposition anti-évitement qui s'étendrait aux comptes non canadiens et aux comptes libellés dans une monnaie étrangère. Nous prenons acte des commentaires reçus; toutefois, nous estimons qu'il est important que la politique s'applique de façon uniforme afin de garantir que les objectifs visés par la Règle sur la diffusion des ordres et par le cadre réglementaire pour la liquidité invisible soient atteints.*

*Nous estimons que l'exclusion des comptes libellés en monnaie étrangère créerait une distinction arbitraire.*

#### **4.2 Solutions de rechange proposées au Projet de disposition anti-évitement et réponses de l'OCRCVM**

Les intervenants ont proposé diverses solutions de rechange à la disposition proposée, dont s'attaquer au problème des frais de négociation élevés des marchés, utiliser un consentement global éclairé et appliquer des lignes directrices sur la meilleure exécution fondées sur des principes.

(a) Problème des frais élevés

Quelques intervenants ont émis l'idée qu'une meilleure façon de contrer la migration des flux d'ordres canadiens vers les États-Unis est de s'attaquer à la cause fondamentale de ce comportement : les frais de transaction élevés.

*Nous signalons qu'en réponse aux doléances des courtiers concernant les frais de négociation élevés au Canada, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont proposé des modifications qui imposeraient un plafond aux frais de négociation active imputés par les marchés. Les ACVM ont également proposé d'effectuer une étude pilote sur les effets d'une interdiction des paiements de rabais par les marchés. Bien que ces mesures puissent régler le problème des frais de négociation active au Canada, nous craignons que ces mesures portant seulement sur les frais ne soient pas suffisantes pour freiner l'augmentation des flux d'ordres visant des titres canadiens qui sont dirigés vers les États-Unis.*

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible** 11





*Nous ne pensons pas que la cause fondamentale de l'envoi des flux d'ordres aux États-Unis soit seulement liée aux coûts de négociation élevés, car il existe actuellement de nombreux marchés dotés de barèmes de frais teneur-preneur que les participants peuvent utiliser pour éviter de payer des frais de négociation active élevés, mais ces marchés ne sont pas souvent employés. Nous croyons comprendre que la migration des flux d'ordres canadiens vers les États-Unis peut être liée à la volonté des grossistes américains à exécuter des ordres contre des flux d'ordres clients de détail en fournissant une amélioration du cours minime, dans de nombreux cas gratuitement ou contre un paiement pour les flux d'ordres. Bien que nous estimions que l'envoi de flux d'ordres aux États-Unis soit essentiellement motivé par des facteurs économiques propres aux courtiers, il pourrait être trop simple de conclure que ce comportement est dicté uniquement par les frais des marchés.*

(b) Consentement global éclairé

Un intervenant a proposé d'ajouter une disposition qui permettrait aux clients de donner un consentement global pour que leurs ordres soient exécutés sur des marchés étrangers non transparents, en indiquant qu'ils comprennent que les exigences canadiennes concernant le « meilleur cours » ne s'appliqueraient pas à ces ordres.

*Selon nous, une disposition visant le consentement global ne serait pas appropriée. La disposition projetée vise à maintenir une cohérence avec les objectifs du cadre réglementaire pour la liquidité invisible, et des consentements globaux contreviendraient à ces objectifs. La structure de la Règle sur la diffusion des ordres permet aux clients de demander, au cas par cas, qu'un ordre ne soit pas immédiatement affiché. Conformément au sous-alinéa a) de la Règle sur la diffusion des ordres et à la Politique 6.3, un participant peut agir suivant les directives précises du client pourvu que le participant n'ait pas sollicité ces directives.*

(c) Application de lignes directrices sur la meilleure exécution fondées sur des principes

Un autre intervenant a indiqué qu'une solution de rechange à la disposition proposée serait d'appliquer des lignes directrices sur la meilleure exécution fondées sur des principes plutôt que d'établir un seuil d'amélioration minimale du cours.

*Le Projet de disposition anti-évitement vise à maintenir une cohérence avec les objectifs du cadre réglementaire pour la liquidité invisible. Ce projet ne modifie aucunement l'obligation de meilleure exécution qui demeure une règle fondée sur des principes.*

## **5. Discussion du Projet de modification**

### **5.1 Projet de disposition anti-évitement**

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, le Projet de disposition anti-évitement limiterait la possibilité qu'un ordre client visant au plus 50 unités de négociation standard soit exécuté sur un marché organisé réglementé étranger, à moins que l'ordre n'ait été saisi sur un marché qui affiche des renseignements sur les ordres (et que l'ordre n'ait été affiché ou exécuté au moment de la saisie) ou exécuté à un « meilleur cours ». Le Projet de disposition anti-évitement signifierait qu'un participant pourrait envoyer un ordre client de petite



envergure pour qu'il soit négocié sur un marché organisé réglementé étranger non transparent pourvu que le cours d'exécution soit, pour le client, un « meilleur cours » que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada, en tenant compte du taux de change. Nous faisons remarquer que le Projet de disposition anti-évitement s'appliquerait aux ordres clients de petite envergure provenant de tous les comptes, quels que soient la résidence du titulaire du compte, la monnaie dans laquelle le compte est libellé ou le type de compte (c.-à-d. compte de détail ou compte institutionnel).

En plus des préoccupations susmentionnées, certains intervenants ont demandé des éclaircissements sur l'application du Projet de disposition anti-évitement. Nous répondons à ces demandes d'éclaircissements ci-après.

### **5.1.1 Prise en compte des marchés canadiens non transparents**

Le Projet de disposition anti-évitement n'obligerait pas un participant à acheminer l'ordre à un marché non transparent au Canada avant d'accéder à un marché organisé réglementé étranger. Toutefois, nous faisons remarquer que l'article 2 de la Politique 5.1 définit les facteurs à examiner pour la prise en compte des marchés non transparents dans le contexte de la meilleure exécution. Ces facteurs comprennent les suivants : si le volume affiché dans l'affichage consolidé du marché n'est pas suffisant pour l'exécution intégrale de l'ordre client selon des modalités avantageuses pour le client et si le marché non transparent a démontré qu'il disposera fort probablement de liquidité à l'égard du titre donné.

### **5.1.2 Exécution d'ordres invisibles sur un marché organisé réglementé étranger transparent**

Pourvu qu'un ordre soit saisi sur un marché organisé réglementé étranger qui affiche et fournit publiquement de l'information occasionnelle sur les ordres, il n'y aurait aucune restriction sur l'exécution de cet ordre. La saisie de l'ordre sur un marché organisé réglementé étranger qui est un marché visible satisfait aux exigences du Projet de disposition anti-évitement. Par conséquent, l'ordre pourrait être exécuté contre un ordre invisible affiché dans le registre visible d'un marché organisé réglementé étranger quel que soit le cours. Les exigences du projet de sous-alinéa 6.3(1)g(i) des RUIIM seraient satisfaites si un ordre est saisi sur un marché organisé réglementé étranger transparent et que l'ordre est exécuté au moment de sa saisie ou affiché sur ce marché organisé réglementé étranger. Le projet de sous-alinéa 6.3(1)g(i) des RUIIM n'imposerait pas une exigence d'obtenir un « meilleur cours » si l'ordre est envoyé à un marché organisé réglementé étranger transparent, mais qu'il est exécuté contre un ordre invisible sur ce marché visible. Nous pensons que, si un ordre client de petite envergure est envoyé à un marché organisé réglementé étranger transparent aux fins d'exécution ou d'affichage, les objectifs du cadre réglementaire pour la liquidité invisible et de la Règle sur la diffusion des ordres sont atteints de façon adéquate.





### **5.1.3 Exécution d'applications sur un marché organisé réglementé étranger transparent**

Un participant qui envoie un ordre client de petite envergure à un courtier américain qui apparie deux ordres et qui exécute ensuite ces ordres en tant qu'application sur un marché organisé réglementé étranger transparent ne serait pas en conformité avec le Projet de disposition anti-évitement. Le sous-alinéa 6.3(1)g(i) des RUIM prévoit qu'un ordre envoyé à un marché organisé réglementé étranger transparent interagit avec la liquidité qui demeure sur ce marché et est donc exécuté au moment de la saisie ou affiché. Comme les deux ordres compris dans une application ne pourraient pas être exécutés contre la liquidité qui demeure sur le marché organisé réglementé étranger, nous estimons que la saisie d'une application ne satisferait pas aux exigences du sous-alinéa 6.3(1)g(i) des RUIM.

#### **5.1.4 Détermination de l'exécution à un « meilleur cours »**

L'OCRCVM est conscient des difficultés auxquelles les maisons de courtage font face en ce qui a trait à l'exécution des ordres à un « meilleur cours » sur un marché étranger du fait que les cours et les taux de change fluctuent rapidement. Par conséquent, l'évaluation de la conformité au Projet de disposition anti-évitement serait effectuée au moment de la décision du participant sur l'acheminement plutôt que par un examen des résultats de l'exécution réelle. En comparant le cours d'un titre dans un territoire étranger et au Canada, et en déterminant que l'ordre serait exécuté à un « meilleur cours » que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada s'il était exécuté dans un territoire étranger, un participant pourrait envoyer l'ordre pour qu'il soit exécuté sur un marché organisé réglementé étranger non transparent. Nous nous attendrions à ce que le participant conserve une piste de vérification appropriée concernant les cours et les taux de change pertinents de façon à ce que l'on puisse adéquatement évaluer s'il était raisonnable pour le participant de conclure qu'il pouvait obtenir un « meilleur cours » en acheminant l'ordre à un marché organisé réglementé étranger.

### **5.2 Modifications rédactionnelles et corrélatives**

Le Projet de modification apporterait aussi les modifications corrélatives suivantes à l'article 6 de la Politique 6.4 des RUIM :

- une modification pour que les dispositions sur la conversion des devises s'appliquent aux exigences du sous-alinéa 6.3(1)g(ii) de la Règle sur la diffusion des ordres afin de déterminer si certains ordres exécutés sur un marché organisé réglementé étranger ont obtenu un « meilleur cours »;
- la suppression de la phrase suivante : « L'autorité de contrôle du marché considère comme « marginal » un écart d'au plus un échelon de cotation, car cet écart serait attribuable à la conversion monétaire. »;

La modification proposée pour que les dispositions sur la conversion des devises s'appliquent aux exigences du sous-alinéa 6.3(1)g(ii) est identique à celle qui se trouvait dans le Projet de



modification de 2012. Nous avons proposé ce changement pour que les participants utilisent un taux de change cohérent lorsqu'ils effectuent une conversion de devises.

La phrase supprimée dans l'article 6 de la Politique 6.4 selon laquelle un écart d'au plus un échelon de cotation est considéré comme « marginal » faisait partie de l'ancienne obligation d'obtenir le meilleur cours et a été conservée avec les modifications corrélatives liées à la mise en œuvre de la règle sur la protection des ordres. Compte tenu de la structure actuelle des marchés, l'OCRCVM estime que cette disposition n'est plus pertinente et propose qu'elle soit supprimée.

## **6. Solutions de rechange envisagées**

En plus des solutions de rechange au Projet de modification de 2012 proposées par des intervenants, nous en avons envisagé deux autres, que nous décrivons et commentons ci-après.

### **6.1 Réviser la définition d'un marché organisé réglementé étranger**

Nous avons examiné la possibilité de réviser la définition d'un marché organisé réglementé étranger afin de répondre à nos préoccupations concernant les flux d'ordres qui sont envoyés aux États-Unis. Plus précisément, nous avons examiné si la définition pourrait être modifiée de façon à ce que les marchés organisés réglementés étrangers ne comprennent que les marchés qui, en plus de respecter les conditions actuelles, fournissent une transparence avant les opérations. Bien que cette solution de rechange favorise l'objectif de soutenir la formation des cours avant les opérations, elle empêcherait complètement les participants d'envoyer des ordres clients de petite envergure à des marchés étrangers non transparents. Nous avons finalement rejeté cette solution, car nous estimions que cette modification aurait des conséquences trop restrictives.

### **6.2 Conserver la situation actuelle**

Une autre solution de rechange que nous avons envisagée est de ne prendre aucune mesure réglementaire autre que de surveiller l'évolution de la situation dans ce domaine. Bien que cette solution ait l'avantage de n'imposer aucun coût aux participants pour sa mise en œuvre, nous avons conclu qu'elle n'était pas une solution de rechange viable, car elle ne favorise pas les objectifs de la Règle sur la diffusion des ordres et du cadre réglementaire pour la liquidité invisible, pas plus qu'elle ne remédie activement à l'incidence négative possible sur les marchés canadiens qui se produirait si les participants envoyaient d'importants flux d'ordres clients de petite envergure à un marché étranger.

## **7. Résumé des effets du Projet de modification**

Le principal effet du Projet de disposition anti-évitement est qu'il limiterait la possibilité pour les participants d'exécuter des ordres clients de petite envergure sur un marché organisé réglementé étranger, à moins que l'ordre n'ait été saisi sur un marché qui affiche des renseignements sur les ordres (et que l'ordre n'ait été affiché ou exécuté au moment de la saisie) ou exécuté à un « meilleur cours ».



Pour se conformer au Projet de disposition anti-évitement, un participant :

- ne serait pas tenu d'appliquer la disposition proposée si l'ordre reçu du client vise plus de 50 unités de négociation standard;
- ne serait pas tenu d'obtenir un « meilleur cours » si un ordre est saisi sur un marché organisé réglementé étranger qui affiche et fournit publiquement de l'information occasionnelle sur les ordres, mais qu'il est exécuté contre un ordre invisible sur ce marché;
- serait tenu d'appliquer la disposition proposée aux ordres provenant de comptes canadiens et non canadiens, y compris aux comptes libellés dans une monnaie étrangère;
- pourrait déterminer l'exécution au « meilleur cours » au moment de sa décision sur l'acheminement;
- pourrait encore, conformément au sous-alinéa a) de la Règle sur la diffusion des ordres et à la Politique 6.3, agir suivant les directives précises du client pourvu que le participant n'ait pas sollicité ces directives.

## 8. Incidences technologiques et plan de mise en œuvre

Les intervenants qui ont présenté des commentaires sur le Projet de modification de 2012 ont indiqué que le Projet de disposition anti-évitement pourrait nécessiter des changements technologiques comme la création de nouveaux algorithmes, la centralisation de certains systèmes et de nouvelles étiquettes pour transmettre l'information nécessaire aux courtiers exécutants américains. Nous faisons remarquer aussi que les participants seraient tenus de réviser leurs politiques et leurs procédures afin d'assurer que les ordres clients de petite envergure qui sont acheminés à un marché organisé réglementé étranger sont saisis aux fins d'affichage ou exécutés à un « meilleur cours ».

Nous pensons que les participants ne sont pas tenus d'accéder à des marchés organisés réglementés étrangers; toutefois, si un participant utilise un modèle d'affaires comprenant l'accès à des marchés organisés réglementés étrangers, l'OCRCVM estime que les coûts des modifications des politiques et des procédures, et des changements technologiques nécessaires seraient proportionnés au préjudice qui pourrait être causé en raison de l'application non uniforme d'une politique qui a été établie dans le but d'exiger l'obtention d'une amélioration significative du cours au moyen d'ordres invisibles pour les ordres clients de petite envergure.

Si les autorités de reconnaissance approuvent le Projet de modification, l'OCRCVM s'attend à ce que les modifications entrent en vigueur environ **90 jours** après la date à laquelle l'OCRCVM publiera l'avis d'approbation. Cela permettrait aux participants d'apporter tous les changements technologiques nécessaires et de réviser leurs politiques et leurs procédures pour assurer que les ordres clients de petite envergure qui sont acheminés à un marché organisé réglementé étranger sont diffusés aux fins d'affichage ou exécutés à un meilleur cours.



## 9. Questions

Même si nous sollicitons des commentaires sur tous les aspects du Projet de modification, nous aimerions avoir des commentaires sur les questions suivantes en particulier :

1. Existe-t-il d'autres solutions qui permettraient d'atteindre assurément les objectifs de la Règle sur la diffusion des ordres et du cadre réglementaire pour la liquidité invisible?
2. Les comptes libellés en dollars américains, par leur nature, sont-ils distincts des autres comptes clients de telle sorte qu'il devrait être permis que les ordres provenant de ces comptes soient négociés aux États-Unis sans tenir compte du meilleur cours acheteur et vendeur au Canada? Si une exception au paragraphe 6.3 des RUIIM devait être établie pour les comptes libellés en dollars américains, cette exception pourrait-elle être utilisée en contradiction avec les principes inhérents à la Règle sur la diffusion des ordres?
3. Le délai de mise en œuvre proposé de **90 jours** après la publication de l'avis d'approbation du Projet de modification laisse-t-il suffisamment de temps aux participants pour apporter les changements requis, le cas échéant?

## 10. Annexes

- L'Annexe « A » énonce le libellé du Projet de modification des RUIIM concernant le Projet de disposition anti-évitement;
- L'Annexe « B » renferme le libellé des dispositions pertinentes des RUIIM telles qu'elles se liraient à l'adoption du Projet de modification;
- L'Annexe « C » présente un résumé des commentaires qui ont été reçus en réponse au Projet de modification de 2012 et qui ont trait au Projet de disposition anti-évitement, et des réponses de l'OCRCVM à ces commentaires.<sup>17</sup>

---

<sup>17</sup> Les autres aspects du Projet de modification de 2012 font actuellement l'objet d'un examen et seront traités séparément.



## Annexe A

### Dispositions ayant trait au Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible

Le paragraphe 6.3 des Règles universelles d'intégrité du marché est modifié comme suit :

1. Le sous-alinéa g) de l'alinéa (1) est supprimé et le texte suivant lui est substitué :
  - g) l'ordre ne fasse partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément au paragraphe 6.4 des RUIM autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché, pourvu que, si l'ordre a été exécuté sur un marché organisé réglementé étranger, l'ordre ait été :
    - (i) soit saisi sur un marché qui affiche et fournit publiquement de l'information ponctuelle sur les ordres et qu'il ait été exécuté au moment de sa saisie ou affiché,
    - (ii) soit exécuté à un meilleur cours;

L'article 6 de la Politique 6.4 des Règles universelles d'intégrité du marché est modifié comme suit :

1. la première phrase est modifiée par l'insertion immédiatement après les mots « l'évitement de la partie 6 des règles de négociation » des mots suivants « et, le cas échéant, si l'obligation d'exécuter l'ordre à un meilleur cours, prévue à la division (ii) du sous-alinéa g) de l'alinéa (1) du paragraphe 6.3 » et par la substitution des mots « ont été respectées » aux mots « a été respectée »;
2. la phrase suivante est supprimée : « L'autorité de contrôle du marché considère comme « marginal » un écart d'au plus un échelon de cotation, car cet écart serait attribuable à la conversion monétaire. ».



## Annexe B

### Libellé des règles qui tient compte du Projet de modification concernant la disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible

Libellé des dispositions après l'adoption du Projet de modification	Version soulignée du libellé des dispositions actuelles reproduisant le Projet de modification après son adoption
<p><b>6.3 Diffusion des ordres clients</b></p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement 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>g) l'ordre ne fasse partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément au paragraphe 6.4 des RUIIM autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché, pourvu que, si l'ordre a été exécuté sur un marché organisé réglementé étranger, l'ordre ait été :</p> <p>(i) soit saisi sur un marché qui affiche et fournit publiquement de l'information ponctuelle sur les ordres et qu'il ait été exécuté au moment de sa saisie ou affiché,</p> <p>(ii) soit exécuté à un meilleur cours;</p> <p>....</p>	<p><b>6.3 Diffusion des ordres clients</b></p> <p>(1) Un participant saisit immédiatement 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>g) l'ordre ne fasse partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément au paragraphe 6.4 des RUIIM autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché, <u>pourvu que, si l'ordre a été exécuté sur un marché organisé réglementé étranger, l'ordre ait été :</u></p> <p><u>(i) soit saisi sur un marché qui affiche et fournit publiquement de l'information ponctuelle sur les ordres et qu'il ait été exécuté au moment de sa saisie ou affiché,</u></p> <p><u>(ii) soit exécuté à un meilleur cours;</u></p> <p>....</p>
<p><b>Politique 6.4 Obligation de négocier sur un marché</b></p> <p><b>Article 6 – Conversion de devises</b></p> <p>(a) Si une transaction doit être exécutée sur un marché organisé réglementé étranger dans une devise étrangère, le cours de la transaction étrangère est converti en dollars canadiens en fonction du taux de change qu'aurait appliqué le participant à l'égard d'une transaction de taille semblable sur un marché organisé réglementé étranger dans ce territoire étranger, et ce afin d'établir si la condition figurant à l'alinéa (3) du paragraphe 6.4 restreignant l'évitement de la partie 6 des règles de négociation et, le cas échéant, si l'obligation d'exécuter l'ordre à un meilleur cours, prévue à la division (ii) du sous-alinéa g) de l'alinéa (1) du paragraphe 6.3, ont été respectées. Un participant doit conserver avec le dossier de l'ordre le taux de change utilisé aux fins d'établir si un ordre doté d'un meilleur cours existait sur un marché et ces renseignements doivent être fournis à l'autorité de contrôle du marché si elle en fait la demande, sur le support et de la manière que peut raisonnablement exiger l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (3) du paragraphe 10.11.</p>	<p><b>Politique 6.4 Obligation de négocier sur un marché</b></p> <p><b>Article 6 – Conversion de devises</b></p> <p>(a) Si une transaction doit être exécutée sur un marché organisé réglementé étranger dans une devise étrangère, le cours de la transaction étrangère est converti en dollars canadiens en fonction du taux de change qu'aurait appliqué le participant à l'égard d'une transaction de taille semblable sur un marché organisé réglementé étranger dans ce territoire étranger, et ce afin d'établir si la condition figurant à l'alinéa (3) du paragraphe 6.4 restreignant l'évitement de la partie 6 des règles de négociation <u>et, le cas échéant, si l'obligation d'exécuter l'ordre à un meilleur cours, prévue à la division (ii) du sous-alinéa g) de l'alinéa (1) du paragraphe 6.3, a-ont été respectées.</u> <del>L'autorité de contrôle du marché considère comme « marginal » un écart d'au plus un échelon de cotation, car cet écart serait attribuable à la conversion monétaire.</del> Un participant doit conserver avec le dossier de l'ordre le taux de change utilisé aux fins d'établir si un ordre doté d'un meilleur cours existait sur un marché et ces renseignements doivent être fournis à l'autorité de contrôle du marché si elle en fait la demande, sur le support et de la manière que peut raisonnablement exiger l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (3) du paragraphe 10.11.</p>

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible** 19



**Annexe C**  
**Commentaires reçus en réponse à**  
**l'Avis de l'OCRCVM 12-0131 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM**  
**Dispositions visant l'exécution et la déclaration de certaines transactions hors marché**

Le 13 avril 2012, l'OCRCVM a publié l'Avis de l'OCRCVM 12-0131 sollicitant des commentaires sur les *Dispositions visant l'exécution et la déclaration de certaines transactions hors marché* (le Projet de modification de 2012). L'OCRCVM a reçu des commentaires sur le Projet de modification de 2012 de :

Canadian Security Traders Association, Inc. (CSTA)  
 Association canadienne du commerce des valeurs mobilières (ACCVM)  
 ITG Canada Corp. (ITG)  
 RBC Dominion Valeurs mobilières Inc. (RBC)  
 Scotia Capitaux Inc. (Scotia)  
 Groupe Banque TD (TD)  
 Valeurs mobilières TD (Valeurs mobilières TD)  
 TriAct Canada Marketplace LP (TriAct)  
 UBS Valeurs Mobilières Canada (UBS)

Une copie de chaque lettre de commentaires reçue en réponse au Projet de modification de 2012 est mise à la disposition du public sur le site Internet de l'OCRCVM ([www.ocrcvm.ca](http://www.ocrcvm.ca)) sous la rubrique « Politiques » et la sous-rubrique « Propositions des marchés/Commentaires ». Le tableau qui suit présente un résumé des commentaires reçus sur le Projet de disposition anti-évitement compris dans le Projet de modification de 2012 ainsi que les réponses de l'OCRCVM à ces commentaires. La première colonne du tableau montre les modifications proposées aux RUIM ayant trait au Projet de disposition anti-évitement.

Veillez noter que les autres modifications proposées dans le Projet de modification de 2012 sont traitées séparément et ne font pas partie du présent avis.

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible** 20



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<p><b>6.3 Diffusion des ordres clients</b></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>(g) l'ordre ne fasse partie d'une transaction qui doit être effectuée conformément au paragraphe 6.4 des RUIIM autrement qu'au moyen de la saisie sur un marché, <u>pourvu que, si l'ordre a été exécuté sur un marché organisé réglementé étranger, l'ordre ait été :</u></p> <p>(i) <u>soit saisi sur un marché qui affiche et fournit publiquement de l'information occasionnelle sur les ordres et qu'il ait été exécuté au moment de sa saisie ou affiché</u></p> <p>(ii) <u>soit exécuté à un meilleur cours;</u></p> <p>.....</p>	<p><b>ITG</b> – La proposition empêchera les participants d'avoir accès à une meilleure liquidité aux États-Unis et se traduira par de moins bons cours d'exécution pour les ordres de petite envergure provenant du Canada.</p> <p>Estime que la règle anti-évitement proposée va à l'encontre de l'objectif des RUIIM en restreignant considérablement l'accès des ordres de petite envergure à de meilleurs cours ou à une meilleure liquidité sur des marchés opaques étrangers.</p> <p><b>TD</b> – Les investisseurs canadiens n'auront plus accès à la meilleure liquidité aux États-Unis.</p> <p><b>RBC</b> – Estime que l'objectif unique d'obtenir une « amélioration significative du cours » aura d'importantes conséquences non voulues qui pourraient réduire la qualité globale de l'exécution pour le client. Mentionne le cas des clients de détail qui sont sensibles à des facteurs autres que le cours (comme la vitesse et la certitude de l'exécution).</p> <p><b>UBS</b> – Des restrictions à l'acheminement des ordres aux marchés opaques pourraient rendre les négociateurs plus réticents à diffuser leurs ordres et leur liquidité à d'autres marchés, ce qui pourrait accroître la volatilité des cours et se traduire ainsi par des coûts de transaction plus élevés et une liquidité plus faible.</p> <p><b>ACCVM</b> – Craint que la proposition d'imposer l'exigence du « meilleur cours » lorsqu'un ordre est exécuté sur un marché organisé réglementé étranger non transparent accroisse le coût d'exécution, du fait que les courtiers canadiens seraient tenus d'exiger des fournisseurs de service étrangers qu'ils se conforment aux normes réglementaires canadiennes. La proposition augmenterait le coût d'exécution. Craint que cette disposition complique le traitement</p>	<p>L'OCRCVM convient que l'obtention de la meilleure exécution est une importante obligation que les participants doivent respecter. L'un des objectifs des règles d'intégrité du marché de l'OCRCVM est de favoriser l'équité, l'efficacité et la compétitivité des marchés financiers partout au Canada. Cela signifie que nous devons mettre en balance les intérêts des deux côtés de chaque transaction afin de préserver le bon fonctionnement et le caractère équitable du marché. La Règle sur la diffusion des ordres soutient la formation des cours en exigeant l'affichage des ordres clients de petite envergure. L'objectif du Projet de disposition anti-évitement est d'assurer que ces ordres ne sont pas devancés par des ordres dans un territoire étranger qui peuvent être exécutés avant des ordres canadiens affichés d'un montant qui ne serait pas suffisant au Canada.</p> <p>Nous nous attendrions à ce que le participant détermine le « meilleur cours » avant de prendre sa décision sur l'acheminement (c.-à-d. que le participant établisse un cours limite à l'égard de l'ordre qui garantira qu'il sera exécuté au « meilleur cours »).</p> <p>Nous interprétons le commentaire de l'ACCVM concernant les titres non intercotés comme étant une préoccupation à l'égard des titres non cotés à une bourse canadienne. La</p>

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible**

21





Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p>des ordres visant des titres qui ne sont pas intercotés.</p> <p><b>RBC et Scotia</b> – Pensent que la mise en œuvre de la disposition anti-évitement poserait des difficultés importantes pour les participants qui effectuent leurs transactions par l'intermédiaire de courtiers tiers non affiliés lorsque les ordres sont exécutés sur des marchés étrangers (en particulier lorsque plus de 30 % des ordres sont exécutés sur des marchés opaques américains).</p> <p>Cela pourrait entraîner des frais d'exploitation et d'administration substantiels sans qu'il ne soit aucunement garanti que l'exécution sera améliorée pour les clients de détail.</p> <p><b>ACCVM</b> – Lorsque les clients sont informés des différences entre les règles sur l'amélioration du cours, ils devraient être autorisés à demander à leurs maisons de courtage l'accès aux marchés étrangers.</p> <p><b>TD</b> – Signale qu'un client de Placements directs qui effectue des transactions en ligne peut choisir qu'un ordre soit acheminé expressément à un marché canadien ou américain. Exprime des craintes au sujet du risque réglementaire aux États-Unis et du risque lié à la meilleure exécution si ce choix est restreint.</p> <p><b>ITG et ACCVM</b> – La proposition exige des changements technologiques comme la création de nouveaux algorithmes, la centralisation de certains systèmes et de nouvelles étiquettes pour transmettre l'information nécessaire aux courtiers exécutants américains.</p>	<p>Règle sur la diffusion des ordres ne s'applique qu'aux titres cotés à une bourse canadienne et n'aurait donc aucune incidence sur la négociation de titres cotés à une bourse étrangère (à moins que le titre soit aussi coté à une bourse canadienne).</p> <p>Le Projet de disposition anti-évitement ne s'applique aucunement dans les cas où le client a demandé ou choisi le territoire d'exécution. Le Projet de disposition anti-évitement ne concerne que le sous-alinéa g) de l'alinéa (1) de la Règle sur la diffusion des ordres. Conformément au sous-alinéa 6.3(1)a) des RUIIM, un participant peut agir en fonction des directives expresses d'un client sans diffuser aux fins d'affichage un ordre client de petite envergure sur un marché, y compris les directives d'exécuter l'ordre à l'extérieur du Canada. Toutefois, nous faisons remarquer que, lorsqu'un ordre est exécuté à l'extérieur du Canada, les exigences du paragraphe 6.4 des RUIIM, y compris l'exception prévue au sous-alinéa 6.4(2)d) concernant l'exécution d'une transaction sur un marché organisé réglementé étranger, doivent encore être respectées.</p> <p>Le Projet de disposition anti-évitement a pour but de conduire à une application uniforme de la politique visant à récompenser la transparence avant les opérations et à maintenir ainsi la qualité de nos marchés de titres de capitaux propres.</p> <p>Les participants ne sont pas tenus d'accéder à des marchés organisés réglementés étrangers. Toutefois, si un participant utilise un modèle d'affaires comprenant l'envoi d'un flux</p>

Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible

22



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p><b>ACCVM</b> – Estime que des clients passeront par des courtiers étrangers afin de pouvoir acheter et vendre des titres non intercotés ou intercotés dont la liquidité est plus grande dans un territoire étranger. Cela pourrait aussi dissuader les maisons de courtage étrangères d'envoyer leur flux d'ordres au Canada, car elles seraient tenues de modifier leurs exigences d'acheminement.</p> <p><b>ITG</b> – La proposition exigera que les courtiers veillent à ce que les ordres de petite envergure ne soient pas négociés sur des marchés opaques non canadiens à moins que ces ordres bénéficient d'une amélioration du cours d'au moins un échelon de cotation par rapport au meilleur cours acheteur et vendeur au Canada, après conversion de change. Tous les courtiers qui utilisent des algorithmes de tiers et des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres feront face à de grandes difficultés. Estime que la conséquence sera qu'aucun ordre ne sera acheminé à des marchés américains non transparents, car les ordres ne bénéficieront presque jamais d'une amélioration du cours d'au moins un échelon de cotation. Les courtiers choisiront de n'acheminer les ordres qu'aux marchés canadiens, ce</p>	<p>d'ordres canadiens à des courtiers américains et a affecté des ressources à cette fin, nous reconnaissons que des pratiques en matière d'acheminement devront être modifiées. Nous visons à ce que les coûts des changements soient proportionnés au préjudice que le marché canadien pourrait subir en raison de la migration vers les États-Unis d'un flux d'ordres clients substantiel.</p> <p>Si un ordre est immédiatement exécutable (et ne serait pas consigné au registre), nous nous attendrions à ce que l'ordre soit acheminé au marché offrant le meilleur cours ou (si plusieurs marchés offrent ce cours) à la combinaison des marchés ayant un volume suffisant pour fournir une exécution intégrale.</p> <p>Le Projet de disposition anti-évitement ne s'appliquerait pas au traitement des ordres visant des titres non cotés à une bourse canadienne.</p> <p>L'OCRCVM ne pense pas que le Projet de disposition anti-évitement aurait des effets sur les maisons de courtage étrangères qui envoient des ordres visant des titres cotés au Canada à des courtiers canadiens en vue de leur exécution.</p>

*Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible*

23



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p>qui se traduira par des exécutions de flux d'ordres captifs à « des cours légèrement pires que le meilleur cours acheteur et vendeur aux États-Unis ».</p> <p>Les courtiers américains (qui traitent des ordres provenant d'un courtier canadien) devront respecter une obligation de meilleure exécution qui sera inutilement contraignante s'ils n'ont pas raisonnablement accès à tous les ilots de liquidité.</p> <p>Si un courtier achemine un ordre à un marché visible américain ayant un cours légèrement meilleur que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada, pourquoi interdire aux investisseurs canadiens d'interagir avec un ordre invisible sur cette plateforme à un meilleur cours? Cela risque de ramener les flux d'ordres des clients institutionnels vers le « marché interne » auquel les clients de détail n'ont pas accès et dont le mécanisme de négociation est moins transparent.</p>	<p>La proposition n'interdit pas l'interaction avec un ordre invisible sur une plateforme visible. La condition stipulée à la division 1)g)(i) du paragraphe 6.3 serait respectée si l'ordre a été saisi sur un marché qui affiche et fournit publiquement de l'information sur les ordres et qu'il a été exécuté au moment de sa saisie (au moyen d'un ordre visible ou invisible) ou affiché.</p>
	<p><b>Valeurs mobilières TD</b> – Estime qu'il est inéquitable de restreindre l'accès à la liquidité invisible dans le cas des ordres clients à l'égard desquels la même restriction n'existe pas en pratique pour les négociateurs professionnels ou les maisons de courtage américaines pratiquant la négociation à haute vitesse.</p>	<p>Un objectif du Projet de disposition anti-évitement est de garantir que les exigences mises en place par le cadre réglementaire pour la liquidité invisible et la Règle sur la diffusion des ordres sont uniformément appliquées afin que les objectifs visés par ces exigences soient atteints de façon adéquate. Par conséquent, nous continuons de penser qu'il est approprié de limiter le champ d'application du Projet de disposition anti-évitement aux ordres clients de petite envergure.</p>
	<p><b>TD et Valeurs mobilières TD</b> – Craignent que les petits courtiers canadiens n'aient plus accès à la liquidité aux États-Unis du fait qu'ils devront mettre fin à leurs relations avec des partenaires américains qui ne veulent ou ne peuvent pas restreindre l'accès à la liquidité invisible.</p>	<p>La conformité au Projet de disposition anti-évitement exigerait que les courtiers américains agissent d'une façon qui respecte l'obligation des courtiers canadiens à obtenir le meilleur cours pour leurs clients.</p>
	<p><b>Scotia</b> – Un ordre pourrait-il être négocié à un</p>	<p>Selon la proposition, cela serait permis. Un « meilleur cours »</p>

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible**

24



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p>marché américain non transparent au meilleur cours acheteur et vendeur aux États-Unis pourvu que le résultat final soit, pour le client, un meilleur cours que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada, en tenant compte du taux de change?</p>	<p>est évalué exclusivement dans le contexte du marché canadien.</p>
	<p><b>Scotia, Valeurs mobilières TD et UBS</b> – Quel est l'effet des ordres invisibles intégrés dans le registre d'un marché transparent américain?</p>	<p>Selon la proposition, il n'y aurait aucune restriction à l'exécution de l'ordre sur un marché transparent.</p>
	<p><b>Valeurs mobilières TD</b> – Craint que la proposition élimine l'influence concurrentielle que le marché américain exerce sur les frais au Canada en empêchant les marchés opaques américains d'être utilisés comme solution de remplacement aux marchés canadiens. La liquidité invisible aux États-Unis fournit « généralement » une amélioration du cours et peut fournir une amélioration de la taille.</p>	<p>Nous signalons que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sont en train d'examiner les frais des marchés dans le cadre de l'examen de la règle sur la protection des ordres et ont proposé des mesures réglementaires concernant les frais des marchés.</p>
	<p><b>ITG et UBS</b> – Pensent que la proposition obligera les investisseurs canadiens à interagir avec les plateformes affichées qui ont tendance à avoir la plus grande partie des flux d'ordres opportunistes ou de courte durée, ce qui n'est pas conforme à la meilleure exécution du fait que la proposition obligera les investisseurs à interagir davantage avec des flux d'ordres non naturels.</p> <p><b>TD</b> – Pense que la proposition conduira à un arbitrage sur les marchés aux dépens des investisseurs canadiens. Un négociateur professionnel ou un négociateur à haute vitesse qui a accès à la liquidité invisible aux États-Unis pourrait négocier un ordre client sur le marché affiché offrant le pire cours et couvrir immédiatement sa position sur le marché opaque américain, en encaissant l'amélioration du cours qui aurait été versée sinon au client canadien.</p>	<p>Nous prenons acte du commentaire. Nous croyons comprendre qu'une partie des flux des ordres clients de petite envergure envoyés aux États-Unis est internalisée par les courtiers américains, ce qui pourrait aussi être catégorisé comme des flux d'ordres non naturels. Nous ne pensons pas que l'identité du contrepartiste soit un facteur pris en compte dans la négociation à titre de mandataire de clients de détail.</p>

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible**

25



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p><b>UBS</b> – La suppression de la capacité d'un investisseur d'exercer un choix restreindra l'efficacité des marchés et pourrait réduire les avantages de la concurrence et de l'innovation.</p>	<p>La proposition ne réduit pas la capacité actuelle d'un investisseur d'exercer un choix. La proposition telle qu'elle est publiée prévoit simplement qu'en l'absence de directives expresses du client, un ordre devra être : (i) soit saisi sur un marché ou un marché organisé réglementé étranger qui affiche les ordres; (ii) soit exécuté à un « meilleur cours ».</p>
	<p><b>RBC</b> – Comment un participant est-il censé tenir compte en temps réel des fluctuations de taux de change qui peuvent influencer sur le cours auquel l'ordre est exécuté?</p>	<p>Nous nous attendrions à ce que le participant détermine le « meilleur cours » avant de prendre sa décision sur l'acheminement (c.-à-d. que le participant établisse un cours limite à l'égard de l'ordre qui garantira qu'il sera exécuté au « meilleur cours »). L'objectif de l'OCRCVM est que l'évaluation du respect de la conformité au Projet de disposition anti-évitement soit effectuée au moment de la décision sur l'acheminement plutôt que seulement par un examen des résultats de l'exécution réelle. Nous nous attendrions à ce que le participant conserve une piste de vérification appropriée contenant les renseignements pertinents de façon à ce que l'on puisse adéquatement évaluer s'il était raisonnable pour le client de conclure qu'il pourrait obtenir un « meilleur cours » en acheminant l'ordre à un marché organisé réglementé étranger.</p>
	<p><b>Scotia</b> – Craint qu'il soit difficile de faire appliquer la proposition. La documentation démontrant le respect de la règle exige d'enregistrer adéquatement la plateforme d'exécution et le taux de change de chaque exécution de chaque ordre, ainsi que le meilleur cours acheteur et vendeur au Canada au moment de l'acheminement.</p> <p>L'OCRCVM aurait besoin d'évaluer, en fonction des exécutions individuelles et en tenant compte des taux de change, si les exécutions sur des plateformes opaques ont fourni une amélioration de cours suffisante. Scotia a observé une grande diversité dans les méthodes de déclaration des plateformes d'exécution des divers courtiers américains et la fiabilité de leurs déclarations. Par conséquent, elle</p>	<p>Nous convenons qu'un participant qui achemine des ordres clients de petite envergure visant des titres cotés au Canada à des courtiers américains serait tenu d'établir des politiques et des procédures qui, entre autres, permettraient au participant et à l'autorité de contrôle du marché de disposer de pistes de vérification suffisantes aux fins des examens de conformité.</p>

**Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible**

26



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	s'attend à ce qu'une grande somme de travail d'analyse et d'intégration soit exigée.	
	<p><b>Valeurs mobilières TD</b> – Estime que la proposition est de nature protectionniste et restreint l'accès à la liquidité mondiale, tout en entraînant des coûts de transaction trop élevés pour les Canadiens.</p> <p>Selon la règle sur la protection des ordres, un cours affiché doit être compensé par un ordre actif plutôt que le marché soit figé, et ce, quels que soient les frais de réduction de la liquidité imputés par le marché. Les forces concurrentielles ne peuvent à elles seules abaisser les frais de réduction de la liquidité sur un marché visible. En l'absence d'une concurrence efficace de la part de la liquidité invisible, seules des mesures réglementaires peuvent imposer un plafond aux frais de réduction de la liquidité.</p>	<p>Nous signalons que les ACVM ont proposé des mesures réglementaires concernant les frais des marchés. Nous croyons comprendre que les représentants du secteur estiment que les facteurs économiques qui dictent les décisions des courtiers concernant l'acheminement des ordres ne se limitent pas aux frais des marchés, mais que d'autres facteurs, comme les frais de conversion de devises et les frais de compensation, influent aussi sur ces décisions. On nous a signalé que de considérer qu'il ne s'agit que d'un problème lié aux frais des marchés est trop limitatif.</p>



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
<p><b>Politique 6.4 – Obligation de négocier sur un marché</b></p> <p><b>Article 6 – Conversion de devises</b></p> <p>Si une transaction doit être exécutée sur un marché organisé réglementé étranger dans une devise, le cours de la transaction étrangère est converti en dollars canadiens en fonction du taux de change qu'aurait appliqué le participant à l'égard d'une transaction de taille semblable sur un marché organisé réglementé étranger dans ce territoire étranger, et ce, afin d'établir si la condition figurant à l'alinéa (3) du paragraphe 6.4 qui restreint l'évitement de l'article 6 des règles de négociation <del>et, le cas échéant, si l'obligation d'exécuter l'ordre à un meilleur cours, prévue à la division (ii) du sous-alinéa g) de l'alinéa (1) du paragraphe 6.3, ont été respectées. L'autorité de contrôle du marché considère comme « marginal » un écart d'au plus un échelon de cotation, car cet écart serait attribuable à la conversion monétaire.</del></p> <p>Un participant doit conserver dans le dossier de l'ordre le taux de change utilisé afin d'établir si un ordre à un meilleur cours existait sur un marché, et ces renseignements doivent être fournis à l'autorité de contrôle du marché si elle en fait la demande, sur le support et de la manière que peut raisonnablement exiger l'autorité de contrôle du marché conformément à l'alinéa (3) du paragraphe 10.11.</p>	<p><b>Scotia</b> – Quelle est l'incidence de l'énoncé « l'autorité de contrôle du marché considère comme "marginal" un écart d'au plus un échelon de cotation dans le contexte de la conversion monétaire de devises »?</p>	<p>Cet énoncé faisait partie de l'ancienne politique d'exécution au meilleur cours (article 3 de l'ancienne politique 5.2) et a été conservé avec les modifications liées à la mise en œuvre de la règle sur la protection des ordres. Compte tenu de la structure actuelle des marchés, cet énoncé n'est plus pertinent et l'OCRCVM propose qu'il soit supprimé.</p>
<p><b>Questions :</b></p> <p><b>1.</b> La règle anti-évitement introduite aux RUIM lors de l'adoption de la règle sur la protection des ordres ne s'applique qu'à un compte canadien libellé en monnaie canadienne. La règle anti-évitement proposée dans la Règle sur la diffusion des ordres devrait-elle être limitée de façon similaire pour que le participant puisse bénéficier d'une plus grande flexibilité lorsqu'il traite un ordre d'un compte non canadien ou canadien libellé en monnaie étrangère?</p>	<p><b>ACCVM</b> – Oui. La Règle sur la diffusion des ordres doit être limitée afin de fournir aux clients l'accès le plus large possible aux marchés étrangers. Question : Les maisons de courtage doivent-elles acheminer leurs ordres à un marché canadien non transparent avant d'accéder au marché américain?</p>	<p>Le Projet de disposition anti-évitement ne limiterait pas la capacité d'un client à demander pour un ordre un traitement autre que par la saisie de l'ordre sur le marché qui est actuellement prévue par le sous-alinéa 6.3(1)a). Les maisons de courtage ne sont pas tenues d'acheminer leurs ordres à un marché canadien non transparent avant d'accéder au marché américain.</p>



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p><b>RBC</b> – Si la règle anti-évitement était adoptée, telle que proposée, son application devrait être limitée.</p> <p><b>Scotia</b> – Oui. Il ne serait pas pratique d'exiger la conversion dans le cas des comptes libellés en monnaie étrangère. Les comptes non canadiens peuvent être traités avec des courtiers dans le territoire de ces derniers sans ces exigences.</p> <p><b>ACCVM</b> – Oui. Cela procure aux clients l'accès le plus large aux marchés étrangers et accroît leur capacité à obtenir le meilleur cours et la meilleure exécution.</p> <p><b>Valeurs mobilières TD</b> – Oui, mais nous estimons que cela créera une distinction arbitraire et inéquitable pour les clients canadiens.</p>	<p>Nous prenons acte de ces commentaires. Nous n'avons pas proposé une exception pour les comptes non canadiens ou les comptes canadiens libellés en monnaie étrangère pour la principale raison que nous estimons qu'il est important que la politique s'applique de façon uniforme afin de garantir que les objectifs visés par la Règle sur la diffusion des ordres et par le cadre réglementaire pour la liquidité invisible soient atteints.</p> <p>Le Projet de disposition anti-évitement ne limiterait pas la capacité d'un client à demander pour un ordre un traitement autre que par la saisie de l'ordre sur le marché qui est actuellement prévue par le sous-alinéa 6.3(1)a).</p>
<p>2. Y a-t-il d'autres approches qui garantiraient l'atteinte des objectifs visés par la Règle sur la diffusion des ordres et les modifications concernant la liquidité invisible lorsqu'un ordre est saisi sur un marché organisé réglementé étranger?</p>	<p><b>RBC</b> – La protection du mécanisme de formation des cours ne devrait pas se réaliser aux dépens de l'accès des investisseurs à la liquidité. Propose d'ajouter une disposition qui permettrait aux clients de donner un consentement global pour que leurs ordres soient exécutés sur un marché étranger non transparent, en indiquant qu'ils comprennent que les exigences canadiennes concernant le meilleur cours ne s'appliqueraient pas à ces ordres.</p> <p><b>ACCVM</b> – Recommande d'ajouter une disposition visant le consentement éclairé.</p>	<p>L'OCRCVM estime qu'une disposition visant le consentement global ne serait pas appropriée. La structure actuelle de la règle permet aux clients de demander qu'un ordre soit traité autrement que selon la Règle sur la diffusion des ordres (en vertu de laquelle, par exemple, le client peut choisir d'exécuter l'ordre sur un marché américain ou saisir le symbole américain d'un titre intercoté).</p>





Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p><b>Scotia</b> – Acheminer un ordre en dollars canadiens aux États-Unis est beaucoup plus compliqué qu'exécuter l'ordre au Canada (en raison notamment de la conversion de devises, des procédures spéciales de règlement et des méthodes d'acheminement spécialisées). Estime que les coûts de transaction devraient être examinés.</p>	<p>Nous signalons que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) sont en train d'examiner les frais des marchés dans le cadre de l'examen de la règle sur la protection des ordres et ont proposé des mesures réglementaires concernant les frais des marchés. Ces propositions visent à répondre aux préoccupations exprimées par les courtiers concernant le niveau des frais de négociation au Canada.</p>
	<p><b>Valeurs mobilières TD</b> – Est d'avis que l'autre solution est de restaurer la transparence des coûts de transaction, d'assurer la concurrence dans les frais des marchés et de réduire l'écart entre les coûts au Canada et aux États-Unis par l'élimination ou le plafonnement des rabais des marchés.</p>	<p>Se reporter à la réponse au commentaire de Scotia ci-dessus.</p>
	<p><b>UBS</b> – Propose l'application de lignes directrices sur la meilleure exécution qui soient fondées sur des principes. Sinon, les propositions devraient être expressément limitées aux « flux de détail » (bien qu'UBS n'estime pas que des restrictions différentes pour les investisseurs de détail et les institutions sont souhaitables). Propose que l'exigence ait trait à l'« amélioration de la qualité de l'exécution ».</p>	<p>L'OCRCVM estime que l'obligation de meilleure exécution devrait demeurer une règle fondée sur des principes. Le Projet de disposition anti-évitement a pour but de conduire à une application uniforme de la politique visant à récompenser la transparence avant les opérations et à maintenir ainsi la qualité de nos marchés de titres de capitaux propres.</p>
<p><b>Observations générales</b></p>	<p><b>CSTA</b> – Une majorité des représentants d'investisseurs et des courtiers ayant répondu à un sondage de la CSTA ont indiqué que l'amélioration du cours minimale devrait être d'un échelon de cotation (ou un demi-échelon de cotation, s'il y a un écart d'un échelon de cotation entre le meilleur cours vendeur et le meilleur cours acheteur). Une majorité des représentants d'investisseurs et des courtiers ont répondu que les ordres de grande taille devraient pouvoir être négociés au meilleur cours acheteur et vendeur national (tandis que 12 % des représentants d'investisseurs et 17 % des courtiers sont d'avis que tous les ordres invisibles devraient fournir une</p>	<p>Nous prenons acte du commentaire.</p>

Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible

30



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
	<p>amélioration du cours minimale quelle que soit leur taille.</p> <p><b>ITG</b> – Réitère son opposition aux modifications touchant la liquidité invisible. N'estime pas que la liquidité invisible nuit à la formation des cours. Sa principale préoccupation est que ces modifications obligeront les courtiers à acheminer les ordres de petite envergure d'une façon différente de celle qu'ils peuvent vouloir utiliser pour les ordres de plus grande taille.</p> <p><b>RBC</b> – Estime que le fait de s'éloigner d'un concept de la meilleure exécution fondé sur des principes, plus précisément d'un concept qui privilégie le cours par rapport aux autres aspects d'une meilleure exécution, constitue un précédent négatif pour les marchés canadiens et les participants à ces marchés.</p> <p><b>TriAct</b> – Estime que la définition de « meilleur cours » n'est pas appropriée dans le contexte des barèmes de frais de négociation teneur-preneur.</p>	<p></p> <p>Nous prenons acte du commentaire.</p> <p>Les RUIIM contenaient auparavant deux obligations distinctes, à savoir l'obligation envers le client d'obtenir la meilleure exécution et celle envers le marché d'obtenir le meilleur cours. La meilleure exécution était subordonnée au meilleur cours. L'obligation d'obtenir le meilleur cours a été remplacée en raison de l'introduction de la règle sur la protection des ordres, mais les RUIIM précisent que la conformité aux obligations relatives à la règle sur la protection des ordres prime sur les considérations touchant la meilleure exécution.</p> <p>L'OCRCVM reconnaît que les barèmes de frais teneur-preneur ont changé l'aspect économique de la négociation pour les participants. Dans le cadre d'une initiative distincte, les ACVM ont proposé d'effectuer une étude pilote sur les effets d'une interdiction des paiements de rabais par les marchés, ce qui comprend les barèmes de frais preneur-preneur au Canada.</p>
	<p><b>ACCVM</b> – Une maison de courtage doit-elle acheminer un ordre à un marché opaque au Canada avant d'accéder au marché américain?</p>	<p>Non. Selon l'obligation de meilleure exécution des RUIIM, un participant n'est généralement pas tenu de prendre en compte la liquidité possible d'un marché non transparent. L'article 2 de la politique 5.1 définit les conditions qui doivent être respectées pour que des marchés non transparents au Canada soient envisagés et l'article 3 définit les facteurs dont il faut tenir compte pour établir s'il convient</p>

Avis de l'OCRCVM 15-0023 – Avis sur les règles – Appel à commentaires – RUIIM – Nouvelle publication du Projet de disposition anti-évitement dans les règles concernant la liquidité invisible

31



Libellé de la disposition après l'adoption du Projet de modification	Auteur et résumé du commentaire	Réponse de l'OCRCVM à l'auteur et commentaires supplémentaires de l'OCRCVM
		d'utiliser un marché organisé réglementé étranger.

### 7.3.2 Publication

Aucune information