

AVIS DE L'OCRCVM

**Avis sur les règles
Avis de consultation**

RUIM

Destinataires à l'interne :

Institutions

Affaires juridiques et conformité

Détail

Haute direction

Pupitre de négociation

Personne-ressource :

Timothy Ryan

Directeur, Politique de la réglementation
du marché

N° de téléphone : 416 646-7266

N° de télécopieur : 416 646-7265

Courriel : tryan@iiroc.ca

10-0298

18 novembre 2010

Projet d'orientation relatif à la mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique

Récapitulatif

Le présent Avis de l'OCRCVM sollicite des commentaires sur un projet d'orientation que l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (« OCRCVM ») se propose de publier relativement à la mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique qui s'appliqueraient sur tous les marchés au Canada (la « proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique »). La mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique (les « seuils de déclenchement ») fournirait un mécanisme qui interromprait la négociation d'un titre qui connaît une évolution rapide, importante et inexplicquée de son cours. En tant que tels, les seuils de déclenchement complèteraient les autres mécanismes qui sont conçus afin de restreindre la volatilité des cours.

La proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique n'exige pas que des modifications soient apportées aux Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM ») puisque le pouvoir de décréter une trêve obligatoire de la négociation dans l'éventualité



de la survenance de certaines conditions se trouve dans le pouvoir existant dont dispose un responsable de l'intégrité du marché en vertu de la Règle 10.9a) des RUIIM qui lui permet de retarder, d'interrompre ou de suspendre la négociation visant un titre si le responsable de l'intégrité du marché juge à propos de ce faire en vue préserver le « bon fonctionnement d'un marché équitable ». Les seuils de déclenchement sont censés procurer une plus grande certitude et transparence à l'égard de certaines des circonstances dans lesquelles l'OCRCVM peut imposer une interruption réglementaire de la négociation d'un titre déterminé.

Processus d'élaboration des politiques

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

En qualité de fournisseur de services de réglementation, l'OCRCVM administre et applique des règles de négociation pour les marchés qui ont retenu ses services¹. L'OCRCVM a adopté, et les autorités de reconnaissance ont approuvé, les RUIIM comme règles de négociation en matière d'intégrité qui s'appliquent à tout marché qui retient les services de l'OCRCVM à titre de fournisseur de services de réglementation.

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

Le libellé du projet d'orientation figure en Annexe « A ». Des commentaires sont sollicités sur tous les aspects du projet d'orientation, y compris toute question qui n'y est pas abordée. Les

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



commentaires devraient être transmis par écrit d'ici **le 17 janvier 2011** à la personne suivante :

Timothy Ryan,
Directeur, Politique de la réglementation du marché,
Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs
mobilières,
Bureau 900
145, rue King Ouest,
Toronto (Ontario) M5H 1J8

Télécopieur : 416.646.7265

Courriel : tryan@iiroc.ca

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

Après avoir examiné les commentaires visant le projet d'orientation qui auront été reçus en réponse au présent Avis de consultation, ainsi que tous commentaires formulés par les autorités de reconnaissance, l'OCRCVM pourrait apporter des révisions au projet d'orientation avant de publier la Note d'orientation définitive.

Contexte du projet d'orientation

Le 6 mai 2010, les marchés aux États-Unis et au Canada ont connu un déclin anormal et important des cours des titres pendant une très brève période. Aux États-Unis, il y a eu plusieurs cas enregistrés de chute des cours des titres dépassant 10 % et, dans certains cas, jusqu'à 99 % pendant une période de 30 minutes, les déclins les plus marqués s'étant produits au cours d'une période de cinq minutes. Même si la négociation sur les marchés au Canada a, en règle générale, connu une moins grande volatilité, un certain nombre de titres ont été considérablement touchés². Les cours, pour la plupart, se sont rapidement redressés; toutefois, les événements ont entraîné des pertes financières pour un vaste éventail d'épargnants et ont suscité une grave perte de confiance à l'égard des marchés. Au Canada,

² Un total de 8,5 % des titres inscrits à la cote de la TSX et de 13,8 % des titres inscrits à la cote de la BC-TSX ont connu une chute d'au moins 10 % par rapport à leur cours de clôture le 5 mai 2010 pour atteindre leur cours bas le 6 mai 2010.



l'OCRCVM a usé de ses pouvoirs aux termes des RUIM³, afin d'intervenir à l'égard de la négociation de 5 titres, ce qui s'est soldé à la fois par l'annulation ou la retarification des cours des transactions.

Le 29 septembre 2010, l'OCRCVM a publié les résultats de son examen réglementaire des événements liés à la négociation des titres qui se sont produits le 6 mai 2010⁴. L'examen a été entrepris afin de comprendre les causes ayant provoqué ces chutes subites des cours et les redressements sur les marchés des titres de participation au Canada et afin d'encadrer les décisions à prendre concernant les démarches nécessaires en vue d'éviter que les événements se reproduisent ou d'en limiter l'incidence. L'examen a porté sur l'ensemble de la négociation le 6 mai à l'égard des titres cotés à la TSX, la BC-TSX et CNSX sur neuf marchés. Il a cerné 47 titres qui ont subi des écarts très inhabituels des cours, lesquels ont été assujettis à une analyse approfondie supplémentaire. Dans le cadre de l'examen, il a été recommandé au le personnel de l'OCRCVM, de concert avec les ACVM, de « faire une recherche pour déterminer si des seuils de déclenchement pour un titre unique sous forme d'arrêt temporaire de la négociation devraient être mis en place au Canada »⁵.

Programme pilote visant les seuils de déclenchement pour un titre unique aux États-Unis

Les 18 et 19 mai 2010, les bourses nationales et la Financial Industry Regulatory Authority (« FINRA ») ont déposé des projets de règles auprès de la Securities and Exchange Commission (« SEC ») des États-Unis. Les projets de règles traduisaient un consensus auquel étaient parvenues les bourses et la FINRA et étaient destinées à prévoir des normes uniformes à l'échelle du marché pour composer avec des titres individuels qui connaissent une évolution rapide des cours.

La SEC a publié les projets de règles pendant une période de 10 jours afin de recueillir les commentaires du public, et les a approuvées de manière accélérée le 10 juin 2010. Depuis le 11 juin 2010, les marchés aux États-Unis participent à un programme pilote sur les

³ La Règle 10.9 des RUIM accorde à un responsable de l'intégrité du marché le pouvoir de modifier ou d'annuler une transaction qui, de l'avis du responsable de l'intégrité du marché, est déraisonnable ou non conforme aux RUIM ou à une politique.

⁴ Il y a lieu de consulter le rapport préparé par l'OCRCVM s'intitulant *Examen des événements du 6 mai 2010 sur les marchés* qui peut être consulté sur le site Internet de l'OCRCVM à l'adresse suivante : <http://docs.iiroc.ca/DisplayDocument.aspx?DocumentID=CDCE560F49DE4C80A20E12A158740039&Language=fr>.

⁵ Ibid., p. 26.



seuils de déclenchement jusqu'au 10 décembre 2010 qui s'appliquait initialement aux titres composant l'Indice S&P 500⁶.

Les seuils de déclenchement pour un titre unique, lorsqu'ils sont déclenchés, entraînent une interruption de la négociation sur tous les marchés à l'égard d'un titre qui connaît une évolution (à la hausse ou à la baisse) du cours de l'ordre de 10 % lors d'une période de 5 minutes. L'interruption pendant une période de 5 minutes est destinée à accorder aux marchés la possibilité de susciter un nouvel intérêt pour la négociation d'un titre touché, de fixer un cours du marché raisonnable et de reprendre la négociation de manière équitable et ordonnée.

Le seuil de déclenchement est déclenché par le marché de la cotation principale. Le marché de cotation avise les autres marchés et les participants au marché de l'imposition de la trêve de négociation en diffusant immédiatement un indicateur spécial sur le téléscript consolidé. Aux termes des règles, une fois qu'un marché de cotation décrète une trêve de négociation, les autres marchés seraient tenus de cesser la négociation visant ce titre sur leurs marchés respectifs. La règle de la FINRA prévoit, de façon semblable, qu'elle cessera la négociation, par les adhérents de la FINRA, sur le marché hors cote.

Après cinq minutes, le marché de la cotation principale reprend la négociation visant le titre conformément aux procédures qu'elle a établies à cet égard. La négociation reprend sur les autres marchés et sur le marché hors cote après que la négociation a été rétablie sur le marché de la cotation principale. Lorsqu'il existe un déséquilibre important sur le marché de la cotation principale à la fin de la pause de cinq minutes, le marché de la cotation principale peut retarder la reprise de cinq minutes supplémentaires. Cependant, si le marché de la cotation principale n'a pas repris la négociation dans les dix minutes, les autres marchés peuvent le faire. La règle de la FINRA permet aux participants au marché hors cote de reprendre la négociation seulement si la négociation a été rétablie sur au moins une bourse.

L'objectif principal visé par le programme américain portant sur les seuils de déclenchement pour un titre unique consiste à prévenir des

⁶ Le 10 septembre 2010, la SEC a approuvé de nouvelles règles présentées par les bourses nationales et FINRA afin d'élargir un programme de seuils de déclenchement récemment adopté en vue de viser tous les titres composant l'Indice Russell 1000 ainsi que certains fonds négociés en bourse. La SEC a également approuvé de nouvelles règles visant les bourses et FINRA qui précisent le processus en vue d'infirmier des transactions erronées. Voir, par exemple, la publication SEC Release No. 34-62884, *Order Approving Proposed Rule Changes Relating to Expanding the Pilot Rule for Trading Pauses Due to Extraordinary Market Volatility to the Russell 1000® Index and Specified Exchange Traded Products* ainsi que la publication SEC Release No. 34-62886, *Order Granting Approval of Proposed Rule Changes Relating to Clearly Erroneous Transactions* à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/rules/sro/bats/2010/34-62884.pdf>.



écarts considérables à l'égard des niveaux indiciels découlant de perturbations temporaires des cours parmi un petit groupe de titres. Si le seuil de déclenchement réussit à limiter les mouvements rapides des cours visant des titres déterminés, les seuils de déclenchement limitent l'incidence contagieuse possible des écarts de cours visant des titres déterminés qui risquent de contaminer le marché dans son ensemble. Afin d'éviter d'entraver les procédures existantes conçues afin de faciliter les ouvertures et fermetures ordonnées de séances, les seuils de déclenchement pour un titre unique ne sont en vigueur que de 9 h 45 à 15 h 35.

La SEC a également approuvé des modifications aux règles proposées par les bourses nationales et la FINRA afin de préciser le processus en vue d'infirmier des transactions erronées. Les règles établissent des seuils en vue d'infirmier des transactions lorsque les cours divergent du « cours de référence », soit habituellement la dernière vente avant l'interruption des négociations. Ces règles, en leur version modifiée, seront également en vigueur, dans le cadre d'un projet pilote, jusqu'au 10 décembre 2010.

Pour les titres qui sont visés par les seuils de déclenchement pour un titre unique, les transactions seraient infirmées lorsque les niveaux déterminés suivants sont atteints :

- pour les titres dont les cours sont d'au moins 25 \$, les transactions s'écartant d'au moins 10 % du cours de déclenchement du seuil;
- pour les titres dont le cours se situe entre 25 \$ et 50 \$, des transactions s'écartant d'au moins 5 % du cours de déclenchement du seuil;
- pour les titres dont le cours est supérieur à 50 \$, des transactions s'écartant d'au moins 3 % du cours de déclenchement du seuil.

Si les seuils de déclenchement ne sont pas encore applicables, les bourses et la FINRA ont proposé d'infirmier des transactions à des niveaux déterminés pour des événements touchant plusieurs titres, en fonction du nombre de titres en question, soit :

- pour les événements touchant entre cinq et 20 titres, les transactions seraient infirmées si elles s'écartent d'au moins 10 % du cours de référence;
- pour les événements visant plus de 20 titres, les transactions seraient infirmées si elles s'écartent d'au moins 30 % du cours de référence.



Dispositions existantes autorisant les interruptions réglementaires et les interventions réglementaires au Canada

La Règle 10.9(1)a) des RUIIM prévoit qu'un responsable de l'intégrité du marché⁷ peut retarder, interrompre ou suspendre la négociation visant un titre à tout moment et pendant toute durée que le responsable de l'intégrité du marché juge convenable en vue de préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable.

En règle générale, la négociation est interrompue afin de permettre la diffusion d'une communication importante par un émetteur inscrit au cours du jour de bourse⁸ ou si le responsable de l'intégrité du marché, en fonction d'un avertissement produit par le système de surveillance ou en conséquence de sa propre surveillance des tendances de négociation, établit qu'il existe une activité visant le cours ou le volume d'un titre déterminé qui est importante, inhabituelle et inexplicquée. L'interruption réglementaire peut être d'application générale⁹, sinon ne s'appliquer qu'à des titres déterminés. Dans un cas comme dans l'autre, aux termes de la Règle 9.1 des RUIIM, l'imposition d'une telle « interruption réglementaire » empêche la négociation visant des titres qui sont assujettis à l'interruption sur tout marché ou hors cote pendant que l'interruption réglementaire est en vigueur¹⁰.

Dans un certain nombre de cas, lorsqu'il existe des rumeurs sur le marché, conjuguées à un écart considérable des cours ou un volume accru, la négociation des titres est interrompue par l'OCRCVM en attendant qu'une déclaration soit faite par l'émetteur ou que des

⁷ Un responsable de l'intégrité du marché se définit comme un « employé d'une autorité de contrôle que celle-ci nomme pour exercer ses pouvoirs aux termes des RUIIM ».

⁸ En 2009, l'OCRCVM a imposé un total de 1 511 interruptions réglementaires. Les interruptions, en grande majorité, ont été opérées à la demande d'un émetteur déterminé pendant un jour de bourse afin de permettre la diffusion d'une nouvelle importante. Des interruptions réglementaires ont été opérées à l'égard de 976 titres inscrits à la cote de la BC-TSX et à l'égard de 535 titres inscrits à la cote de la TSX.

⁹ Lorsqu'il existe des chutes importantes et généralisées sur le marché, la politique de l'OCRCVM consiste à coordonner avec les bourses aux États-Unis l'imposition de seuils de déclenchement à l'échelle du marché. Au Canada, l'imposition du seuil de déclenchement général empêche la négociation visant un titre déterminé sur tous les marchés pendant que le seuil de déclenchement est en vigueur. Les points de déclenchement du seuil sont fixés à trois niveaux variables correspondant à 10 %, 20 % et 30 % de l'indice Dow Jones Industrial Average (« DJIA »). Les niveaux sont calculés par la Bourse de New York (« NYSE ») au début de chaque trimestre civil, en utilisant la valeur de clôture moyenne de l'indice DJIA pour le mois précédent. Chaque point de déclenchement est arrondi à 50 points près. Il peut arriver que les marchés au Canada soient ouverts aux fins de négociation et que la NYSE soit fermée en raison d'un congé reconnu aux États-Unis. Lors de tels jours, l'OCRCVM invoquerait des seuils de déclenchement en utilisant des niveaux correspondant à 10 %, 20 % et 30 % de la valeur de clôture moyenne de l'Indice composé S&P/TSX pour le mois qui précède le trimestre civil en question. Pour de plus amples renseignements sur les niveaux actuels des seuils de déclenchement, consulter l'Avis n° 10-0259 de l'OCRCVM - Avis sur les règles - Modification de forme - RUIIM - *Seuils de déclenchement de l'interruption de négociation pour le quatrième trimestre* (1^{er} octobre 2010).

¹⁰ Sauf pour ce qui est d'une interruption réglementaire qui découle du prononcé d'une interdiction de négociation par une autorité en valeurs mobilières, la négociation pendant la durée de validité d'une interruption réglementaire est autorisée à l'extérieur du Canada sur un marché organisé réglementé étranger.



précisions soient apportées quant aux motifs qui sous-tendent l'écart des cours ou les volumes inhabituels.

La Règle 10.9(1)d) accorde également à un responsable de l'intégrité du marché le pouvoir d'annuler ou de modifier les transactions qui sont jugées déraisonnables ou ne respectent pas les RUIM¹¹. Le pouvoir de modifier ou d'annuler une transaction peut être exercé indépendamment du fait que le responsable de l'intégrité du marché ait ou non déjà exercé le pouvoir d'imposer une interruption réglementaire. Aux termes des politiques et procédures existantes de l'OCRCVM, l'imposition d'une « interruption réglementaire » ou d'une « intervention réglementaire » en vue de modifier ou d'annuler une transaction se fait à l'appréciation du responsable de l'intégrité du marché. En exerçant ce pouvoir discrétionnaire, le responsable de l'intégrité du marché tient compte des « conditions existantes du marché ».

Dispositifs de contrôle de la volatilité sur les marchés canadiens - Paramètres de blocage, paramètres de rejet et tunnels

Plusieurs des marchés possèdent présentement des paramètres de volatilité selon lesquels les ordres qui entrent sur le marché sont surveillés en vue de l'incidence qu'aura leur exécution sur les cours.

Pour ce qui est de la TSX, de la BC-TSX et de CNSX/Pure Trading, si un ordre entrant visant un titre déterminé, au moment de son exécution entraînerait un cours de négociation qui s'écarterait du dernier cours vendeur sur ce marché visant ce titre d'un degré supérieur à un montant établi (le « paramètre de blocage »), la négociation est « bloquée » jusqu'à ce que la TSX, la BC-TSX ou CNSX/Pure Trading soient en mesure d'établir si l'ordre entrant est « valide ». Si le marché est en mesure de confirmer la validité de l'ordre (soit en communiquant avec la personne qui l'a saisi soit en examinant la conjoncture du marché), le blocage est levé et la transaction a lieu. S'il est établi que la transaction est « invalide » (par exemple un ordre « manifestement erroné »), l'ordre est retiré et la négociation reprend. Si la négociation est « bloquée » à la TSX, la BC-TSX ou CNSX/Pure Trading, cette interruption de la négociation est assimilée à une « interruption

¹¹ En 2009, l'OCRCVM a modifié ou annulé un total de 2 220 transactions visant 51 titres différents. Les cours de 5 transactions ont été modifiés et 7 transactions ont été annulées à l'égard de 10 titres inscrits à la cote de la BC-TSX et les cours de 567 transactions ont été modifiés et 1 641 transactions ont été annulées à l'égard de 46 titres inscrits à la cote de la TSX.



commerciale » et la négociation visant le titre déterminé peut se poursuivre sur les autres marchés.

Une lacune que comporte les « paramètres de blocage » est qu'ils pourraient ne pas être déclenchés si l'évolution du cours est causée par la saisie d'une série d'ordres qui ont une incidence progressive sur le cours d'un titre; en conséquence, par exemple, d'un algorithme « fou ». Le blocage empêche la saisie d'ordres supplémentaires ou la modification des ordres jusqu'à ce que le blocage soit levé. Sur des marchés qui évoluent rapidement, le cours pourrait se distancer pendant la durée de validité du blocage et les courtiers pourraient ne pas être en mesure de gérer leurs ordres. Au moment de la reprise des négociations, les ordres figurant au registre pourraient « faire l'objet d'un abus » si les courtiers ne sont pas en mesure de modifier leurs ordres afin de tenir compte du marché actuel avant que d'autres ordres entrants se négocient contre eux. Pendant la période du blocage, la liquidité figurant aux registres du marché qui invoque le blocage serait non disponible et des mécanismes d'acheminement des ordres pourraient contourner ce marché et les ordres se négocier sur d'autres marchés, toutefois, peut-être à des cours inférieurs à la liquidité disponible sur le marché qui a imposé le blocage.

La TSX, la BC-TSX et CNSX/Pure Trading ont également recours à des « limites de l'écart minimum achat-vente d'ordres » aux termes desquels les ordres au mieux et les ordres à cours limité qui s'exécutent à l'extérieur d'une fourchette établie font l'objet d'une nouvelle fixation du cours par le marché avant d'être saisis au registre. Ce « tunnel » empêche un seul ordre au mieux ou un ordre à cours limité dont le cours est établi de manière agressive de se négocier à l'extérieur de la fourchette qui est fondée sur une matrice transparente pour divers « tunnels » visant des titres dont les cours se situent à des niveaux différents. Par exemple, à la TSX et à la BC-TSX, un ordre de vente au mieux visant un titre qui se négocie entre 1,00 \$ et 5,00 \$ se verrait attribuer un cours limite maximal par rapport à l'offre d'achat existante au moment de la saisie de l'ordre, déduction faite de 0,25 \$.

Alpha possède un programme semblable régissant la volatilité du marché mais, plutôt que de bloquer la négociation, Alpha « rejette » l'ordre entrant qui est suspect et la négociation se poursuit. Contrairement aux paramètres de blocage qui existent à la TSX, à la BC-TSX et à CNSX/Pure Trading, les paramètres de rejet tiennent compte non seulement du dernier cours vendeur mais également du cours du marché à un moment donné avant le calcul. Si un ordre est « rejeté » par Alpha, l'ordre peut être réacheminé vers un autre marché qui négocie le titre déterminé. L'avantage des paramètres de rejet est que la négociation se poursuit et ce n'est que l'ordre qui



est « irrégulier » qui est renvoyé au courtier en vue d'un traitement. Une lacune possible du recours aux paramètres de rejet se produit si l'ordre rejeté est simplement « réacheminé » par un mécanisme de réacheminement intelligent des ordres vers le meilleur marché disponible qui suit - une issue qui peut simplement transmettre à un autre marché le problème d'un ordre erroné.

Les autres marchés au Canada n'ont présentement aucuns paramètres de volatilité, ni n'en appliquent-ils¹². Omega et Chi-X sont des marchés transparents qui peuvent exécuter des transactions « manifestement erronées ». Omega et Chi-X se sont chacune dotées de politiques afin d'annuler de telles transactions après l'exécution mais non de les repérer au moment de la saisie. Liquidnet et MATCH Now sont des marchés opaques et la fonctionnalité de leurs marchés respectifs élimine la nécessité de surveiller en vue de repérer des ordres manifestement erronés (par exemple, toutes les exécutions à MATCH Now doivent se produire dans la fourchette entre le « meilleur cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur » sur les marchés transparents).

Dispositifs de contrôle de la volatilité sur certains marchés aux États-Unis

Bourse de New York - Points de renflouement de la liquidité

Le point de renflouement de la liquidité (« PRL ») de la NYSE est un dispositif de contrôle de la volatilité conçu afin de contrôler de grands écarts de cours sur une courte durée. Les points de liquidité sont établis à la fois dans le sens acheteur et vendeur du marché et sont établis pour chaque titre qui se négocie à la NYSE. Les points de liquidité sont établis à l'avance en fonction de la valeur du titre et du volume de négociation quotidien moyen¹³.

Tableau 1 - Points de renflouement de la liquidité à la NYSE									
Volume quotidien moyen	Prix par action								
	<5 \$	5 \$ à 9,99 \$	10 \$ à 24,99 \$	25 \$ à 49,99 \$	50 \$ à 99,99 \$	100 \$ à 149,99 \$	150 \$ à 199,99 \$	200 \$ à 249,99 \$	250 \$ à 1 000 \$
<500 000 actions	0,20	0,20	0,50	0,70	1,50	2,50	4,00	4,00	4,00
500 000 à 3 999 999	0,20	0,20	0,40	0,50	1,00	2,00	4,00	4,00	4,00

¹² Chi-X a proposé des modifications qui seront mises en œuvre en novembre 2010 et permettront aux abonnés d'établir des contrôles de validation antérieurs à la transaction. Les abonnés seraient en mesure de fixer des cours limites pour les ordres entrants, un nombre maximal d'actions autorisées par ordre et la valeur théorique maximale par ordre.

¹³ Les titres dont le cours est supérieur à 1 000,00 \$ sont définis aux termes de la Règle 60(e) (ii) (c) de la NYSE comme « ayant un cours élevé » (*high-priced*); ils ne bénéficient pas de l'exécution automatique et ne se voient pas attribuer de PRL.



> 4 000 000 actions	0,20	0,20	0,40	0,50	1,00	2,00	4,00	4,00	4,00
---------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Lorsqu'un point de liquidité est déclenché¹⁴ (soit à la hausse soit à la baisse), le marché électronique se transforme temporairement en un marché exclusivement aux enchères (ou un « marché lent »). Ceci permet aux nouveaux ordres et aux spécialistes de rajouter de la liquidité. Dans de tels cas, les spécialistes ont certaines obligations qui leur incombent concernant le volume du titre; ils doivent faire des offres d'achat ou de vente au PRL. Cette obligation déterminée diverge en fonction du titre. Une fois que la NYSE est dans un état non électronique, la bourse est assimilée à un « marché lent » et ses cotations ne sont plus protégées en vertu du règlement dit Reg. NMS. Le marché électronique reprend une fois qu'une transaction manuelle a eu lieu, mais pas avant que plus de 10 secondes se soient écoulées depuis que le PRL est été atteint.

À l'instar des paramètres de blocage sur le marché canadien, le programme de PRL de la NYSE peut faire en sorte que des ordres contournent la liquidité disponible à la NYSE pendant que le marché est assimilé à un « marché lent » aux fins du règlement dit Reg. NMS. Dans de tels cas, les ordres au mieux peuvent être acheminés vers d'autres marchés et pourraient se négocier à des prix inférieurs à ceux qui pourraient par ailleurs être disponibles sur la NYSE. Lorsqu'il y a volatilité du marché, le retrait de la liquidité sur un marché peut faire en sorte d'augmenter la volatilité si une liquidité suffisante n'est pas disponible à des prix comparables sur d'autres marchés.

¹⁴ Un PRL est déclenché si le cours de négociation s'écarte de la transaction antérieure d'un montant correspondant ou supérieur au PRL établi.



NYSE Arca - Tunnels afin d'éviter des transactions erronées

Le 14 juillet 2010, NYSE Arca a déposé auprès de la SEC des projets afin de mettre en œuvre des contraintes ou tunnels imposés aux ordres au mieux en vue d'éviter que des transactions s'écartent du cours actuel d'un titre. La proposition était destinée à compléter les mesures prises dans le cadre du programme pilote de seuils de déclenchement pour un titre unique. NYSE Arca avait indiqué que les tunnels « [TRADUCTION] empêcheraient un ordre au mieux de se négocier moyennant un certain pourcentage d'écart par rapport à un cours de référence calculé qui serait mis à jour en permanence en fonction de l'activité du marché ». Pour les titres valant 25,00 \$ ou moins, les ordres au mieux transmis à NYSE Arca ne pourraient se négocier moyennant un écart supérieur à 10 % par rapport au dernier cours vendeur. Ce pourcentage diminuerait à 5 % pour les titres valant plus de 25 \$ et moins de 50 \$ et baisserait à 3 % pour les titres se négociant à au moins 50 \$¹⁵. La lacune que comporte cette méthode est qu'elle ne contrôle pas les « ordres à cours limité dotés d'un cours agressif » et qu'elle n'enraye pas les reculs des cours découlant d'une séquence d'ordres au mieux. Par exemple, un certain nombre d'auteurs de commentaires ont spéculé sur le rôle qu'ont joué les ordres de vente stop dans le cadre du krach-éclair. L'exécution d'un ordre de vente stop comme ordre au mieux était assortie du potentiel d'exercer une pression à la baisse sur les cours et de déclencher des ordres de vente stop successifs ayant des cours de déclenchement inférieurs.

CME

La CME dispose de trois méthodes afin de réduire la saisie d'ordres erronés et les mouvements rapides et irréguliers des cours.

La fonctionnalité de logique des ordres stop

La fonctionnalité de logique des ordres stop de la CME est conçue afin de réduire les montées en flèche artificielles sur les marchés qui peuvent se produire en conséquence du déclenchement et de la négociation d'ordres stop en raison d'une liquidité insuffisante. Si ces ordres entraîneraient des cours d'exécution qui dépassent des seuils établis au préalable, le marché passerait à un « état de temporisation » dans le cadre duquel aucunes transactions ni aucuns

¹⁵ Le 7 juillet 2010, Nasdaq a avisé la SEC que les tunnels visant les ordres au mieux à la Nasdaq avaient eu une « incidence limitée » le 6 mai 2010 puisque les ordres au mieux comptaient pour uniquement 5 % du volume. Aux termes du programme de la Nasdaq, les ordres au mieux qui se négocieraient moyennant des cours supérieurs à 0,25 \$ ou 5 % du meilleur cours acheteur ou vendeur disponible au moment de la saisie seraient annulés.



appariements n'auraient eu lieu. Pendant un état de temporisation, de nouveaux ordres à cours limité seraient acceptés et des ordres existants pourraient être modifiés ou annulés. L'état de temporisation durerait pendant une durée déterminée à l'avance de 5 à 10 secondes. À l'instar du PRL de la NYSE, ceci est destiné à permettre l'entrée sur le marché d'une nouvelle liquidité dans le but de freiner d'autres écarts perturbateurs sur les marchés. Les seuils établis à l'avance sont généralement supérieurs à la « fourchette de non-annulation » des contrats¹⁶.

Contrairement aux paramètres de « blocage » auxquels ont recours plusieurs marchés canadiens, la fonctionnalité de logique des cours stop permet que des ordres soient saisis et modifiés pendant la durée de « temporisation ». Cette caractéristique garantit que les ordres existants consignés au registre ne soient pas laissés pour compte pendant la durée de temporisation si la négociation à l'égard du titre se poursuit sur d'autres marchés et si le cours du marché s'écarte du cours qui a déclenché la temporisation.

Fonctionnalité d'établissement de fourchettes des cours

Afin d'empêcher la saisie d'ordres erronés, la CME assujettit tous les ordres entrants à une vérification des cours. Des fourchettes de cours sont établies en fonction des données du marché telles que la meilleure offre d'achat et la meilleure offre de vente, l'offre d'achat et l'offre de vente implicites, les écarts et les algorithmes de fixation des cours. La saisie d'un ordre d'achat qui se négocierait au-dessus de la fourchette des cours ou d'un ordre de vente qui se négocierait en deçà de la fourchette des cours est rejetée.

Cette caractéristique est comparable aux paramètres de rejet qu'utilise Alpha sur le marché canadien.

¹⁶ Les règles de la bourse permettent un examen et un rajustement possible ou une annulation de transactions au besoin afin de réduire des événements perturbateurs sur les marchés causés par le recours irrégulier ou erroné au système de négociation électronique ou par des défaillances du système; sinon, lorsqu'il est établi qu'une transaction pourrait avoir une incidence importante et défavorable sur l'intégrité du marché. Les règles circonscrivent généralement de tels examens aux ordres exécutés en marge de la « fourchette de non-annulation » ou une fourchette déterminée au-dessus et en deçà des niveaux qui ont cours sur le marché. Les fourchettes de non-annulation sont déterminées et propres à chaque marché donné. Par exemple, la fourchette de non-annulation pour les contrats à terme « E-mini S&P » est de 6 points indiciels.



Point de protection pour les ordres au mieux et les ordres stop

Dans le cadre de sa réglementation de la négociation des contrats à terme, la CME attribue automatiquement un cours limite (point de protection) aux ordres au mieux et aux ordres stop afin d'empêcher l'exécution de ces ordres moyennant des cours déraisonnables. Les points de protection divergent en fonction du produit (c.-à-d., ceux se rapportant aux contrats à terme « E-mini S&P » sont fixés à 3 points indiciels). Un ordre au mieux ou un ordre stop ne se négocie que contre la liquidité à la hausse ou à la baisse jusqu'au point de protection établi. Toute quantité non exécutée d'un ordre est alors consignée au registre au cours du point de protection en qualité d'ordre à cours limité.

NASDAQ - Protection contre la volatilité

Aux termes de la « protection contre la volatilité de la NASDAQ », le système de la NASDAQ surveille les exécutions entre 9 h 30 et 16 h afin d'établir si le marché se négocie de manière ordonnée. Si l'exécution d'une transaction a lieu moyennant un cours qui se situe en marge d'une fourchette établie au préalable par rapport au cours de déclenchement, une « application de déséquilibre » se produit en vue de rétablir le bon fonctionnement du marché. Le cours de déclenchement est le cours de toute exécution ayant eu lieu dans les 30 secondes préalables.

Tableau 2 - Fourchettes de protection contre la volatilité de la NASDAQ	
Cours d'exécution	Fourchette du seuil de l'écart par rapport au cours de déclenchement
1,75 \$ et moins	15 %
Plus de 1,75 \$ jusqu'à 25 \$	10 %
Plus de 25 \$ jusqu'à 50 \$	5 %
Plus de 50 \$	3 %

Une fois que la protection est déclenchée, aucunes autres exécutions ne sont autorisées par le système pendant une durée de 60 secondes. Pendant cette période, il y a seulement affichage des ordres. Toutes les cotations actuelles sont préservées et la saisie de nouveaux ordres est autorisée. Un déséquilibre quant aux ordres est calculé et diffusé toutes les 5 secondes pendant cette période de 60 secondes. Après la période « d'interdiction de négociation » de 60 secondes, le marché reprend la négociation en exécutant une « application de



déséquilibre » moyennant un cours où le nombre d'actions négociés peut être optimisé à la condition que ce cours se situe dans le seuil imparti.

Une lacune qui découle de cette méthode est qu'elle ne tient pas compte de la négociation qui peut se poursuivre à l'égard du titre sur d'autres marchés et qu'elle expose les cotations actuelles qui sont « préservées » pendant la période « d'interdiction de négociation » à des mouvements des cours sur les autres marchés.

Le 1^{er} octobre 2010, NASDAQ OMX BX a déposé auprès de la SEC une modification proposée aux règles qui est entrée en vigueur au moment de son dépôt auprès de la Commission. La NASDAQ se propose de modifier la règle dite BX Rule 4751 afin d'inclure une fonctionnalité de tunnel à l'égard des ordres qui annule toute partie d'ordres non dotés d'un cours (également connus comme des ordres au mieux) présentés à la bourse et qui s'exécuteraient moyennant un cours qui est supérieur à 0,25 \$ ou 50 % de moins que la meilleure offre d'achat et offre de vente nationale au moment où l'ordre parvient initialement à la bourse, selon le plus élevé des montants¹⁷.

Lien entre les seuils de déclenchement pour un titre unique et les autres dispositifs de contrôle de la volatilité

L'OCRCVM est d'avis que les seuils de déclenchement pour un titre unique ne constituent qu'un élément de ce que la Note d'orientation ci-jointe décrit comme « mécanisme à plusieurs paliers afin de contrôler la volatilité inexplicquée des cours à court terme ». Les deux autres composantes clés sont le respect par les participants des obligations qui leur incombent déjà en matière de supervision de la négociation et la mise en oeuvre de dispositifs de contrôle efficaces de la volatilité sur les marchés. Tout au long du processus d'élaboration des politiques, l'OCRCVM a tenu compte de la distinction entre les deux types principaux d'interruptions des négociations automatiques (par opposition aux interruptions facultatives), soit : les seuils de déclenchement et les « cours limites »¹⁸. L'Organisation internationale des commissions de valeurs (« OICV ») a donné la description suivante des interruptions

¹⁷ Le libellé de la modification proposée à la règle est disponible à l'adresse suivante : <http://nasdaqomxbx.cchwallstreet.com>.

¹⁸ La SEC a récemment reconnu que les seuils de déclenchement pour un titre unique constituaient « une première démarche essentielle » afin de tenter de freiner la volatilité des cours. La SEC entreprend actuellement un « [TRADUCTION] examen soigneux d'une procédure de limite à la hausse/limite à la baisse qui empêcherait directement que des transactions aient lieu en marge de paramètres déterminés, tout en permettant à la négociation de se poursuivre dans ces paramètres ». Voir l'allocation intitulée « Strengthening Our Equity Market Structure », laquelle a été donnée par la présidente de la SEC, M^{me} Mary Schapiro, au Economic Club of New York le 7 septembre 2010, et peut être consultée à l'adresse suivante : <http://www.sec.gov/news/speech/2010/spch090710mls.htm>.



automatiques de la négociation :

[TRADUCTION] Les interruptions automatiques des négociations sont déclenchées si le facteur de référence variable (c.-à-d., le cours ou le volume) d'un titre, ou, dans certains cas, d'un indice, dépasse des limites établies au préalable. Les interruptions automatiques des négociations peuvent, par conséquent, toucher des titres individuels ou le marché dans son ensemble. Les paramètres et conditions selon lesquels les interruptions automatiques des négociations se produisent sont habituellement cernés dans des règles adoptées (et appliquées) par l'exploitant du marché¹⁹.

Les « cours limites » sont destinés à freiner les écarts abrupts de cours des titres en interdisant la négociation moyennant des cours en deçà (ou au-dessus) d'une limite établie au préalable. Souvent, ces limites ne s'appliquent que lors d'une chute des cours. Les cours limites peuvent être fondés sur des seuils statiques liés au cours de clôture et (ou) au cours d'ouverture de la séance antérieure. Les cours limites peuvent également être fondés à la fois sur un seuil statique et dynamique (p. ex., le cours selon lequel le titre s'est négocié en dernier).

Les « seuils de déclenchement » interrompent la négociation sur l'ensemble du marché lorsqu'un indice de référence dépasse des niveaux ou des limites de déclenchement établis au préalable. Ces interruptions des négociations sont destinées à être mises en œuvre uniquement lors de reculs importants des marchés. En particulier :

[TRADUCTION] Les facteurs de déclenchement des seuils sont généralement énoncés dans les règles d'un marché et fixés de nouveau chaque trimestre. Habituellement, un territoire dispose de seuils de déclenchement à plusieurs niveaux qui ferment le marché pendant une durée de temps déterminée si le marché chute en deçà d'un certain pourcentage, puis pendant une durée plus longue si le marchéé périclité davantage. La durée de l'interruption imposée par le seuil de déclenchement dépend du pourcentage de recul des marchés, c.-à-d., que l'interruption durera plus longtemps si le pourcentage du déclin est plus important. Une autre variable constitue l'heure à laquelle sont déclenchés les seuils de déclenchement au cours de la journée. Lorsque les seuils de déclenchement sont déclenchés plus près de la fin de la

¹⁹ Rapport intitulé *Report on Trading Halts and Market Closures*, rapport du Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, octobre 2002, p. 11. Le rapport est disponible (en anglais seulement) à l'adresse suivante : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD138.pdf>. Les auteurs du rapport observent que les interruptions automatiques de la négociation sont plus fréquemment utilisées sur les marchés axés sur les ordres plutôt que sur les cotations.



séance boursière, la négociation ne reprendra pas ce jour-là²⁰.

La distinction entre seuils de déclenchement et les cours limites peut se résumer ainsi :

[TRADUCTION] Les seuils de déclenchement sont des interruptions des négociations déclenchées par des mouvements abrupts des cours. Ils peuvent être imposés à un instrument financier déterminé ou au marché dans son ensemble. Les cours limites constituent des pourcentages ou valeurs maximaux de hausse ou de baisse éventuelle du cours d'un titre pendant un jour de bourse. Il n'y a aucune interruption des négociations qui peuvent se poursuivre tout en restant dans les bornes des limites imposées.²¹

Principes directeurs

Dans le cadre de l'élaboration de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique, l'OCRCVM s'est efforcé de respecter les principes directeurs suivants :

- Puisque l'un des rôles fondamentaux des marchés des capitaux consiste à assurer la fixation en temps opportun et précise des cours pour les titres, les marchés devraient demeurer ouverts en vue d'une négociation, à la condition qu'il y ait bon fonctionnement d'un marché équitable.
- Les seuils de déclenchement pour un titre unique devraient être déclenchés dans des cas d'exception afin de préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable visant un ou plusieurs titres. Les seuils de déclenchement pour un titre unique devraient entraîner la moindre ingérence possible dans l'activité normale de négociation.
- Les seuils de déclenchement pour un titre unique devraient être simples et faciles à comprendre pour les participants au marché. Les issues, dans la mesure du possible, devraient être prévisibles et procurer une certitude à la fois pour le secteur et pour les épargnants.
- La mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique devrait comprendre un examen et une analyse après la mise en œuvre. L'OCRCVM devrait disposer de la souplesse de présenter des modifications qui pourraient s'imposer. Il y a lieu de

²⁰ *Ibid.*, aux pp. 12 et 13.

²¹ "Circuit Breakers: International Practices and Effectiveness", *SFC Quarterly Bulletin*, Autumn 2001, http://www.sfc.hk/sfc/doc/EN/speeches/public/bulletin/sfc_bulletin/jul-sep01-articles.pdf, p. 24.



s'attarder en particulier aux conséquences involontaires qui pourraient survenir²².

Résumé de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique

Les principales composantes de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique feraient en sorte que les seuils de déclenchement pour un titre unique :

- s'appliquent à l'ensemble des titres cotés à une bourse au Canada, y compris les titres intercotés;
- prévoient des niveaux de déclenchement à plusieurs paliers, compte tenu de la nécessité d'un seuil plus élevé pour des titres moins liquides (de sorte à ce qu'il y ait interruption dans l'éventualité d'une augmentation ou d'un recul des cours pendant une période de 5 minutes correspondant à au moins :
 - o 10 % et 10 échelons de cotation à l'égard des titres cotés à la TSX, selon le plus élevé des montants,
 - o 20 % et 20 échelons de cotation pour les titres cotés soit à la BC-TSX soit à CNSX, selon le plus élevé des montants²³;
- s'appliquent entre 9 h 50 et 15 h 40;
- prévoient une interruption initiale de 5 minutes pour les titres cotés à la TSX et une interruption de 10 minutes pour les titres cotés soit à la BC-TSX soit à CNSX;
- excluent du calcul du facteur de déclenchement les cours des transactions qui se sont exécutées en marge de l'écart entre le « meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur »;
- modifient le cours de toute transaction qui est exécutée après le déclenchement du seuil pour le ramener au cours de la

²² Le Canada et les États-Unis ont une expérience limitée à l'égard des seuils de déclenchement. Certains pensent que l'invocation d'un seuil de déclenchement pourrait être interprétée par les épargnants comme signal qu'ils devraient saisir des ordres au mieux ou des ordres à cours limité dotés d'un cours agressif dans le même sens du marché afin de « se ranger » avant que la situation n'empire et non comme possibilité de fournir une liquidité dans le sens opposé du marché. Dans ce cas, le mouvement des cours se poursuivra dans la même direction que celle qu'il avait empruntée avant l'imposition de l'interruption des négociations et, en réalité, le mouvement des cours accélèrera son rythme. Si ceci se produit, l'invocation d'un seuil de déclenchement pour un titre unique pourrait avoir rajouté à la « perturbation » du marché visant un titre déterminé.

²³ Si la dernière vente s'est produite plus de cinq minutes auparavant et moyennant l'écart entre le cours acheteur/vendeur cinq minutes plus tôt, le dernier cours vendeur servirait à calculer le mouvement des cours. Si le dernier cours vendeur était inférieur au meilleur cours acheteur au début de la période de calcul des cinq minutes, le meilleur cours acheteur serait utilisé tandis que le meilleur cours vendeur serait utilisé si le dernier cours vendeur était supérieur au meilleur cours vendeur au début de la période de calcul des cinq minutes.



transaction qui a déclenché le seuil, pourvu que toute transaction qui a été exécutée moyennant un écart supérieur à 5 % par rapport au cours de déclenchement soit annulée.

Sollicitation de commentaires

Des commentaires sont sollicités sur tous les aspects de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique. En particulier, des commentaires sont sollicités sur les caractéristiques suivantes de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique :

- les conséquences involontaires éventuelles découlant de seuils de déclenchement pour un titre unique;
- les catégories de titres qui devraient être visés;
- la question de savoir s'il convient de tenir compte de titres « à faible capitalisation » et « à grande capitalisation » qui sont cotés aux fins d'établir les points de déclenchement;
- les points de déclenchement du mouvement des cours qui s'imposent;
- la question de savoir s'il convient de tenir compte de toutes les exécutions qui ont lieu au cours de la période de cinq minutes aux fins de calculer le mouvement des cours;
- les transactions qui sont exclues du calcul du facteur de déclenchement du mouvement des cours;
- la durée de temps qui s'impose pour les interruptions des négociations;
- les moments convenables au cours du jour de bourse où les seuils de déclenchement pour un titre unique devraient pouvoir être invoqués;
- le traitement à réserver aux transactions qui sont exécutées après le déclenchement du seuil de déclenchement pour un titre unique.

Annexe

L'annexe « A » énonce le libellé du projet d'orientation concernant le fonctionnement des seuils de déclenchement pour un titre unique en vertu de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique.



AVIS DE L'OCRCVM

Avis sur les règles

Note d'orientation

RUIM

Destinataires à l'interne :

Institutions

Affaires juridiques et conformité

Détail

Haute direction

Pupitre de négociation

Personne-ressource :

Timothy Ryan

Directeur, Politique de la réglementation
du marché

N° de téléphone : 416.646-7266

N° de télécopieur : 416.646-7265

Courriel : tryan@iiroc.ca

Avis n° 11-0***

**** 2011**

Orientation relative à la mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique

Récapitulatif

Le présent Avis sur les règles donne une orientation sur l'exercice du pouvoir existant aux termes des Règles universelles d'intégrité du marché (« RUIM »)¹ afin d'interrompre la négociation à l'égard d'un titre donné en conséquence de l'établissement de seuils de déclenchement pour un titre unique (« seuils de déclenchement pour un titre unique ») qui faciliterait une interruption - sur tous les marchés - de la négociation visant un titre qui connaît une évolution rapide de son cours. L'orientation fournit également une transparence et une certitude supplémentaires concernant l'exercice du pouvoir existant aux termes des RUIM de modifier ou d'annuler les

¹ La Règle 10.9a) des RUIM prévoit qu'un responsable de l'intégrité du marché a le pouvoir de retarder, d'interrompre ou de suspendre la négociation à tout moment et pendant la durée qu'il estime à propos en vue de préserver le bon fonctionnement d'un marché équitable.



transactions qui peuvent avoir lieu après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique².

Contexte

La mise en œuvre de seuils de déclenchement pour un titre unique est destinée à réagir à un mouvement rapide, important et inexplicé du cours d'un titre déterminé qui remet en question l'existence du « bon fonctionnement d'un marché équitable » à l'égard de ce titre. De l'avis de l'OCRCVM, les forces du marché devraient généralement décider de l'activité de négociation sans ingérence de la part de l'OCRCVM. Habituellement, l'OCRCVM n'intervient qu'afin de modifier ou d'annuler une transaction dans les cas exceptionnels où, de l'avis d'un responsable de l'intégrité du marché, la transaction a eu une incidence sur le bon fonctionnement d'un marché équitable ou constitue par ailleurs une risque pour l'intégrité du marché.

Les seuils de déclenchement pour un titre unique sont destinés à faire partie d'un mécanisme à plusieurs paliers afin de contrôler la volatilité inexplicée des cours à court terme. Le premier ensemble de contrôles se situe présentement au niveau du participant; effectivement, selon la Politique 7.1 prise aux termes de des RUIIM, les participants sont tenus d'avoir mis en place des politiques et des procédures raisonnablement conçues afin de s'assurer que la négociation est réalisée conformément aux exigences applicables, ce qui comprend les dispositions de la législation en valeurs mobilières, les RUIIM, les règles de négociation et les règles du marché³. Le deuxième ensemble de contrôles se situerait au niveau des marchés : chacun des marchés serait censé avoir en place des dispositifs de contrôle efficaces de la volatilité qui dépisteraient des « ordres erronés » avant leur exécution. La proposition relative

² La Règle 10.9d) des RUIIM prévoit qu'un responsable de l'intégrité du marché a le pouvoir de modifier ou d'annuler toute transaction qui, de son avis, est déraisonnable ou ne respecte pas les RUIIM ou une Politique.

³ L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-011 - *Avis d'approbation de modifications - Dispositions relatives aux activités manipulatrices et trompeuses* (1^{er} avril 2005) a mis en œuvre un certain nombre de modifications apportées aux RUIIM, y compris une modification à la Politique 7.1 en vue de préciser que les participants ont une responsabilité de supervision et de conformité pour tous les ordres clients, indépendamment de la source de l'ordre ou du mode de transmission de l'ordre à un marché. Les ACVM et le personnel de l'OCRCVM se sont embarqués dans un examen à grande échelle de la négociation électronique au Canada, y compris les pratiques en matière d'accès direct au marché, et ce, en vue d'évaluer quelles exigences sont nécessaires afin d'enrayer le risque de crédit, le risque lié au marché et le risque systémique auxquels est exposé le marché canadien. Les objectifs de l'examen de la négociation électronique comprennent l'évaluation des filtres et mécanismes de contrôle dont devraient se doter les marchés et les participants au marché afin d'empêcher les erreurs au stade de la saisie des ordres et, en général, afin de promouvoir le bon fonctionnement d'un marché équitable. Pour obtenir une orientation sur les exigences actuelles en matière de conformité aux termes des RUIIM pour un participant qui procure à un client un « accès parrainé par courtier », communément désigné comme « accès direct au marché », consulter l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-010 de SRM - Orientation - *Exigences en matière de conformité : négociation au moyen d'un accès parrainé par courtier* (20 avril 2007).



aux seuils de déclenchement pour un titre unique correspond au troisième palier des dispositifs de contrôle. Chacun des ensembles de dispositifs de contrôle jouerait, en fin de compte, un rôle important dans le cadre global de contrôle destiné à réduire les risques associés à un « mouvement inexpliqué à court terme des cours » et en vue de promouvoir le « bon fonctionnement d'un marché équitable ». Aux termes des RUIM, l'OCRCVM conservera la faculté résiduelle d'intervenir au besoin.

Résumé des seuils de déclenchement pour un titre unique

Les seuils de déclenchement pour un titre unique :

- s'appliquent à l'ensemble des titres cotés à une bourse au Canada, y compris les titres intercotés;
- prévoient des niveaux de déclenchement à plusieurs paliers, compte tenu de la nécessité d'un seuil plus élevé pour des titres moins liquides (de sorte à ce qu'il y ait interruption dans l'éventualité d'une augmentation ou d'un recul des cours pendant une période de 5 minutes correspondant à au moins :
 - o 10 % et 10 échelons de cotation à l'égard des titres cotés à la Bourse de Toronto (« TSX »), selon le plus élevé des montants,
 - o 20 % et 20 échelons de cotation pour les titres cotés soit à la Bourse de croissance TSX (« BC-TSX ») soit à Canadian National Stock Exchange (« CNSX »), selon le plus élevé des montants⁴;
- s'appliquent entre 9 h 50 et 15 h 40;
- prévoient une interruption initiale de 5 minutes pour les titres cotés à la TSX et une interruption de 10 minutes pour les titres cotés soit à la BC-TSX soit à CNSX;
- excluent du calcul du facteur de déclenchement les cours des transactions qui se sont exécutées en marge de l'écart entre le « meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur »;
- modifient le cours de toute transaction qui est exécutée après le déclenchement du seuil pour le ramener au cours de la

⁴ Si la dernière vente s'est produite plus de cinq minutes auparavant et moyennant l'écart entre le cours acheteur/vendeur cinq minutes plus tôt, le dernier cours vendeur servirait à calculer le mouvement des cours. Si le dernier cours vendeur était inférieur au meilleur cours acheteur au début de la période de calcul des cinq minutes, le meilleur cours acheteur serait utilisé tandis que le meilleur cours vendeur serait utilisé si le dernier cours vendeur était supérieur au meilleur cours vendeur au début de la période de calcul des cinq minutes.



transaction qui a déclenché le seuil, pourvu que toute transaction qui a été exécutée moyennant un écart supérieur à 5 % par rapport au cours de déclenchement soit annulée.

Des commentaires sont sollicités concernant le lien qui s'impose entre les cours limites, y compris les paramètres de volatilité des marchés et les seuils de déclenchement pour un titre unique.

Projet



Discussion et analyse

Titres visés

Des seuils de déclenchement pour un titre unique qui s'appliqueraient à des titres faisant partie d'indices de grande envergure (tels que l'Indice composé S&P/TSX ou l'Indice S&P/TSX 60⁵) réduiraient l'extrême volatilité visant ces titres et, par voie de conséquence, la volatilité du niveau des indices dont ils font partie. Ceci réduirait la possibilité qu'un mauvais fonctionnement ou une erreur de négociation visant quelques titres soit interprété comme une chute généralisée du marché par les observateurs de l'indice. Cependant, un examen des décisions rendues par le passé par l'OCRCVM indique que la prépondérance des décisions prises par les responsables de l'intégrité du marché en vertu de la Règle 10.9 des RUIM se rapportait à des titres qui ne faisaient pas partie de l'Indice composé S&P/TSX et qu'une décision visant un titre composant l'Indice S&P/TSX 60 est rare⁶. En conséquence, un seuil de déclenchement pour un titre unique qui ne s'appliquerait qu'aux éléments constitutifs de l'Indice S&P/TSX 60 serait d'une utilité restreinte et nécessiterait l'application continue du pouvoir discrétionnaire existant des responsables de l'intégrité du marché d'imposer des interruptions réglementaires *ad hoc* dans l'éventualité d'un mouvement rapide et important du cours de titres qui ne font pas partie de l'indice. Le corollaire est que l'élargissement de la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique afin de viser l'ensemble des titres réduirait le nombre de décisions déraisonnables en matière de négociation qui seraient par ailleurs prises par des responsables de l'intégrité du marché. En conséquence, les seuils de déclenchement pour un titre unique devraient s'appliquer à tous les titres cotés au Canada.

Des commentaires sont sollicités sur la question à savoir si l'ensemble des titres cotés au Canada devrait être assujéti aux seuils de déclenchement pour un titre unique. Existe-t-il des titres ou des catégories de titres qui devraient être dispensés de l'application du programme de seuils de déclenchement pour un titre unique?

Points de déclenchement des seuils de déclenchement

⁵ En fonction des statistiques de négociation pour le mois de mai 2010, environ 80 % de la valeur des titres négociés sur les marchés des titres de participation canadiens visaient des titres formant partie de l'Indice composé S&P/TSX et environ 59 % de la valeur des titres négociés visaient des titres composant l'Indice S&P/TSX 60.

⁶ Le 6 mai 2010, seul l'un des titres qui avait chuté de plus de 10 % faisait partie de l'Indice S&P/TSX 60. À l'époque, Fortis Inc. avait une pondération relative de 0,46 % au sein de l'Indice. L'OCRCVM a annulé 2 transactions et retarifé 152 transactions visant des actions de Fortis Inc.



Facteurs généraux à prendre en compte

L'OCRCVM a décidé qu'un seuil unique ne convient pas pour le marché canadien. En prenant cette décision, l'OCRCVM a tenu compte de certaines des caractéristiques clés de la structure des marchés canadiens, notamment les suivantes :

- le nombre important de titres dotés d'un faible cours ou « actions de très faible valeur » pour lesquels tout mouvement du cours pourrait déclencher le seuil de déclenchement⁷;
- le nombre important de titres « non liquides » qui ne se négocient pas régulièrement et de manière continue tout au long d'un jour de bourse⁸.

Aux fins de la mise en œuvre initiale, les titres seraient assujettis à des seuils de déclenchement pour un titre unique qui interrompraient la négociation d'un titre dans l'éventualité d'une augmentation ou d'une baisse du cours, pendant une période de cinq minutes, correspondant à au moins :

- 10 % et 10 échelons de cotation à l'égard des titres cotés à la TSX, selon le plus élevé des montants,
- 20 % et 20 échelons de cotation pour les titres cotés soit à la BC-TSX soit à CNSX, selon le plus élevé des montants;

En adoptant cette méthode à plusieurs paliers, l'OCRCVM cherche à garantir que les seuils de déclenchement ne soient pas déclenchés inutilement ou prématurément, compte tenu des caractéristiques de négociation historiques de titres moins liquides. Si les seuils de déclenchement sont déclenchés trop fréquemment, ils ne parviendront vraisemblablement pas à atteindre l'objectif voulu, soit de servir de signal afin de procurer une liquidité supplémentaire, et ils commenceront à perturber le fonctionnement efficace du marché, particulièrement au cours de périodes marquées par une volatilité plus élevée des marchés.

⁷ Par exemple, au mois de mai 2010, il y avait 2 232 titres cotés à la BC-TSX et le cours moyen d'un titre négocié était de 0,44 \$.

⁸ Les RUIIM définissent un *titre très liquide* comme comprenant un titre qui s'est négocié au cours de toute période de 60 jours se terminant au plus 10 jours avant la date du calcul au moins une moyenne de 100 transactions par jour de bourse et ayant une valeur moyenne négociée d'au moins 1 000 000 \$ par jour de bourse. (Cette définition exige qu'une transaction soit exécutée en moyenne une fois toutes les 4 minutes au cours du jour de bourse). Au 31 mai 2010, seuls 422 des 2 039 titres cotés à la TSX (soit environ 20,7 %) et 21 des 2 232 titres cotés à la BC-TSX (soit environ 0,9 %) correspondaient à la définition d'un *titre très liquide*. Aucun des titres cotés à CNSX ne constituait un *titre très liquide* au 31 mai 2010. Pendant le mois de mai 2010, chacun des 433 *titres très liquides* s'est négocié en moyenne 2 890 fois par jour ouvrable (soit environ 7,4 transactions la minute) et comptait pour environ 78 % des transactions sur les marchés canadiens au mois de mai. Le reste des titres composant environ 90 % des titres cotés se sont négociés en moyenne 91 fois par jour (soit environ 0,2 transactions la minute ou une fois toutes les 5 minutes).



Des commentaires sont sollicités sur le ou les mouvements des cours qui s'imposent en vue de déclencher un seuil de déclenchement pour un titre unique. Des commentaires sont également sollicités à savoir s'il convient de faire la distinction proposée entre les titres cotés « à faible capitalisation » et « à grande capitalisation » aux fins d'établir les seuils de déclenchement différents.

Aux fins d'établir l'augmentation ou la diminution des cours, l'OCRCVM comparera chaque cours de négociation d'un titre sur un marché canadien (la transaction « de déclenchement » éventuelle) par rapport à un cours de référence. Aux fins de ce calcul, le « cours de référence » constituera toute opération sur ce titre pendant la période de cinq minutes qui précède la transaction « de déclenchement » éventuelle. En règle générale, l'OCRCVM examinera les opérations qui fixent soit un cours « élevé » soit un cours « haut » soit un cours « bas » pendant la période de cinq minutes pertinente afin d'établir le « cours de référence ».

Des commentaires sont sollicités à savoir s'il convient d'examiner l'ensemble des exécutions qui ont lieu pendant le délai de cinq minutes afin de calculer les mouvements de cours.

Solutions de rechange examinées

L'OCRCVM a examiné la question à savoir si la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique devrait intégrer une matrice de fourchettes de cours qui énoncerait les divers pourcentages de mouvement des cours qui s'appliqueraient aux titres qui se négocient à des cours différents. Par exemple, un titre qui se négocie entre 10 \$ et 11 \$ pourrait déclencher un seuil de déclenchement dans l'éventualité d'une évolution de 10 % dans un délai établi au préalable, tandis qu'un titre qui se négocie à 0,15 \$ pourrait ne pas déclencher une interruption en fonction d'un seuil de déclenchement à moins que le cours n'évolue d'au moins 50 % au cours de ce délai défini.

En définitive, l'OCRCVM est parvenu à la conclusion que le cours d'un titre n'est pas nécessairement indicateur du profil de liquidité du titre ou de sa volatilité habituelle en matière de négociation - ces deux facteurs étant pertinents comme motifs possibles sous-tendant l'évolution rapide du cours. L'OCRCVM a également examiné la question à savoir si les seuils de déclenchement quant aux cours à l'égard de chaque titre pourraient être dynamiques, fondés sur les caractéristiques habituelles de négociation par le passé. Il s'agit de la méthode qu'utilise présentement la Bourse de New York



lorsqu'elle calcule les « points de renflouement de la liquidité » pour des titres⁹.

Un niveau de déclenchement « dynamique » pour un seuil de déclenchement pour un titre unique aurait tenu compte de l'un ou de l'autre des facteurs suivants, ou des deux :

- le niveau de volatilité historique d'un titre déterminé (pour ce qui est des titres non liquides qui se négocient moyennant des écarts relativement importants entre le « meilleurs cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur », le seuil de déclenchement pour un titre unique pourrait être déclenché dans l'éventualité de mouvements des cours dépassant un niveau « plancher » fixe applicable à l'ensemble des titres, et qui tiendrait compte du fait que ces niveaux de déclenchement plus élevés procureraient néanmoins à ces titres une certaine mesure de protection contre des mouvements rapides et inhabituels des cours);
- l'humeur générale qui se manifeste sur les marchés un jour de bourse déterminé¹⁰.

Même si le recours à la volatilité historique à l'égard d'un titre déterminé aurait fourni le point de déclenchement le plus précis pour les mouvements des cours « inhabituels », le point de déclenchement évoluerait au fil du temps et serait propre à chaque titre. Ainsi, les avantages éventuels ont été soupesés contre la perte de transparence et de certitude. Dans le même ordre d'idées, il a été établi que la prise en compte de l'humeur générale sur les marchés afin de rajuster les points de déclenchement des seuils de déclenchement pour un titre unique pourrait compromettre l'objectif d'établissement de points de déclenchement transparents et clairs.

Facteurs déterminés pris en compte quant aux calculs

Compte tenu du fait que 90 % des titres cotés au Canada se sont négociés, en moyenne, uniquement une fois toutes les cinq minutes au

⁹ Les anomalies dans les alertes quant aux cours qui sont présentement produites par le système de surveillance STEP tiennent compte de paramètres de volatilité des cours normaux pour chaque titre coté à la TSX ou à la BC-TSX, et fera de même pour les titres cotés à CNSX sous peu. L'étalonnage de la volatilité constitue une mesure à l'échelle de l'ensemble des marchés puisque toutes les données de négociation sont regroupées et examinées comme s'il s'agissait d'un seul marché virtuel. Les repères sont mis à jour chaque nuit afin d'inclure la négociation du dernier jour. Le cours de chaque transaction entrante est examiné et des alertes peuvent être produites pour des écarts statistiquement anormaux des cours.

¹⁰ L'humeur générale sur les marchés pourrait se mesurer en fonction d'un indice de grande envergure tel que l'Indice composé S&P/TSX. L'Indice composé S&P/TSX est l'unité de mesure la plus répandue de l'humeur du marché au Canada. Selon cette méthodologie, si le marché général a chuté, par exemple, de 5 %, le niveau de déclenchement pour les seuils de déclenchement augmenterait de 5 % compte tenu de la volatilité accrue sur le marché.



cours du mois de mai 2010, il y a lieu de porter une attention toute particulière au calcul du mécanisme de déclenchement. La question qui survient est la suivante : « Qu'arrive-t-il si un titre déterminé n'a pas été négocié au cours des cinq minutes antérieures? » Si la dernière vente a eu lieu plus de cinq minutes plus tôt et qu'elle correspondait à l'écart entre les cours acheteur et vendeur ou se situait dans cette fourchette cinq minutes plus tôt, le dernier cours vendeur serait utilisé afin de calculer le mouvement des cours. Si le dernier cours vendeur était inférieur au meilleur cours acheteur au début de la période de calcul des cinq minutes, le meilleur cours acheteur servirait tandis que le meilleur cours vendeur serait utilisé si le dernier cours vendeur était supérieur au meilleur cours vendeur au début de la période de calcul des cinq minutes. Ceci est semblable à la façon dont sont présentement calculées certaines des alertes quant aux anomalies de cours utilisées dans le système de surveillance de l'OCRCVM.

Des commentaires sont sollicités à savoir s'il convient de tenir compte d'offres d'achat et d'offres de vente aux fins du déclenchement d'un seuil de déclenchement lorsque le titre ne s'est pas négocié au cours de la période de cinq minutes antérieure.

Les seuils de déclenchement pour un titre unique ne s'appliquent pas à une transaction qui, aux termes des RUIM, peut être exécutée en marge de l'écart entre « le meilleur cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur ». Ces transactions ne sont pas utilisées dans le calcul du mouvement des cours aux fins d'établir un point « de déclenchement »¹¹. Présentement, aux termes des RUIM (et aux termes de la *Règle sur la protection des ordres* en vertu de la Norme canadienne 21-101 qui entrera en vigueur le 1^{er} février 2011), un marché opaque ne peut effectuer d'opérations en marge de l'écart entre le « meilleur cours acheteur » et le « meilleur cours vendeur » sur un marché protégé transparent¹². Compte tenu de cette règle, les cours des transactions (autres que l'exécution des types d'ordres mentionnés) qui sont exécutées sur des marchés opaques sont inclus dans le calcul du cours de déclenchement de la même manière que ces transactions sont présentement incluses dans le calcul du *dernier cours vendeur* aux termes des RUIM.

¹¹ Cette exclusion viserait les exécutions qui découlent d'un ordre au premier cours, d'un ordre au dernier cours, d'un ordre au cours de clôture, d'un ordre au cours du marché, d'un ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, d'un ordre de base et d'un ordre assorti de conditions particulières (sauf si l'ordre assorti de conditions particulières a été exécuté contre un ou plusieurs ordres qui ne sont pas des ordres assortis de conditions particulières).

¹² Les RUIM autorisent un marché opaque à effectuer des opérations en marge de l'écart entre le meilleur cours acheteur et le meilleur cours vendeur si la partie qui négocie en marge de l'écart est une *personne ayant droit d'accès*, puisque l'obligation d'accorder le « meilleur cours » aux termes des RUIM ne s'applique qu'aux *participants*.



Des commentaires sont sollicités sur la question à savoir s'il existe d'autres types de transactions qui devraient être exclues du calcul du mouvement des cours.

Durée de l'interruption des négociations

Afin d'établir la durée de l'interruption des négociations après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique, le personnel de l'OCRCVM a tenu compte de la durée requise :

- afin de rétablir le bon fonctionnement d'un marché équitable dans la plupart des circonstances;
- pour que les *participants* et les épargnants puissent gérer leurs ordres qui sont en instance;
- pour que les fournisseurs de la liquidité puissent saisir de nouveaux ordres;
- pour que l'OCRCVM puisse mettre en œuvre et communiquer toute décision nécessaire en matière de négociation;
- pour que l'OCRCVM établisse, s'il est possible de le faire, le motif du mouvement des cours;
- pour que les marchés puissent gérer leur processus d'ouverture.

L'OCRCVM estime qu'une interruption découlant du déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique devrait être :

- coordonnée et imposée sur l'ensemble des marchés pendant la durée de l'interruption;
- d'une durée aussi courte que possible afin de réduire au minimum l'incidence sur la poursuite des négociations;
- établie pendant une durée déterminée afin d'éviter l'incertitude que comporterait la reprise discrétionnaire des négociations.

L'OCRCVM reconnaît également que le marché canadien est considérablement moins liquide que celui des États-Unis. En particulier, il a été tenu compte des titres cotés à la BC-TSX ou à CNSX. Si les seuils de déclenchement pour un titre unique sont censés avoir l'effet voulu d'assurer un meilleur équilibre pour la liquidité sur le marché, une interruption de plus longue durée est nécessaire à l'égard de ces titres. Par conséquent, pour les titres cotés à la BC-TSX ou à CNSX, le titre ferait l'objet d'une interruption sur tous les marchés canadiens pendant une durée de dix minutes après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique. Pour les titres cotés à la TSX, la négociation du titre serait interrompue



pendant un délai de cinq minutes après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique, sous réserve de la faculté d'un responsable de l'intégrité du marché de prolonger l'interruption de cinq minutes supplémentaires, si un déséquilibre important perdure entre les ordres d'achat et les ordres de vente.

Si, au cours de l'interruption de cinq ou de dix minutes (selon le cas), l'OCRCVM établit qu'une interruption supplémentaire est nécessaire, par exemple afin de faciliter la diffusion d'une annonce importante dont la fuite sur le marché a eu lieu, l'OCRCVM transmettrait un avis électronique aux participants du marché afin de remplacer l'interruption découlant d'un seuil de déclenchement pour un titre unique par une « interruption réglementaire » traditionnelle.

Sauf si un avis électronique de la sorte est diffusé par un responsable de l'intégrité du marché, chaque marché serait en mesure de reprendre la négociation à la fin de la période de cinq ou dix minutes. Immédiatement après l'imposition de l'interruption en conséquence du déclenchement du seuil de déclenchement pour un titre unique, les marchés se prépareraient à la reprise des négociations :

- soit en se mettant dans un état « préalable à l'ouverture » afin de permettre la saisie des ordres et la diffusion d'un « cours d'ouverture calculé » indiqué;
- soit en permettant la saisie des ordres et en ayant recours à une ouverture « sans les préparatifs habituels » à la reprise des négociations.

Dans un cas comme dans l'autre, la première exécution sur chaque marché serait admissible à titre d'exécution provenant d'un ordre au premier cours.

Des commentaires sont sollicités sur la durée de l'interruption ou des interruptions des négociations qui s'imposent en conséquence du déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique.

Heures de négociation durant lesquelles des seuils de déclenchement peuvent être déclenchés

Les seuils de déclenchement pour un titre unique seront en vigueur entre 9 h 50 et 15 h 40. La négociation au cours des vingt premières minutes suivant l'ouverture régulière et au cours des vingt dernières minutes avant la clôture de la séance de négociation régulière ne serait pas assujettie à une interruption aux termes d'un seuil de déclenchement pour un titre unique puisque l'OCRCVM était d'avis que ces périodes de volatilité naturelle devraient être exclues de



l'application des seuils de déclenchement afin d'éviter le déclenchement inutile d'un seuil de déclenchement pour un titre unique en raison d'une évolution s'étant produite pendant la nuit qui ne devrait pas donner lieu à une interruption des négociations, y compris les mouvements sur les marchés étrangers, les communiqués de presse des émetteurs, les événements géopolitiques, les augmentations anticipées de la demande et (ou) de l'offre ou des événements liés aux indices.

Pendant les périodes où le seuil de déclenchement pour un titre unique n'est pas en vigueur, les mesures existantes conçues afin de faciliter les ouvertures et fermetures ordonnées - y compris la faculté d'un responsable de l'intégrité du marché d'imposer une interruption réglementaire - continueraient à s'appliquer.

Des commentaires sont sollicités sur la question à savoir s'il existe d'autres moments où les seuils de déclenchement pour un titre unique ne devraient pas être en vigueur.

Traitement réservé aux transactions exécutées après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique

Que l'interruption des négociations qui découle du déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique soit imposée manuellement (comme c'est le cas actuellement pour les « interruptions réglementaires ») ou d'une manière pleinement automatisée, le personnel de l'OCRCVM s'attend, compte tenu du volume et de la rapidité des négociations sur le marché actuel, à ce que certaines transactions aient lieu après le déclenchement du seuil de déclenchement mais avant l'invocation de l'interruption réglementaire sur tous les marchés canadiens¹³. Dans de telles circonstances, il a été tenu compte du traitement réservé aux transactions qui ont lieu après celles qui déclenchent un seuil de déclenchement pour un titre unique mais avant l'imposition d'une interruption sur tous les marchés.

Même s'il existe des avantages considérables à modifier le cours de ces transactions plutôt que de les annuler, l'annulation en soi des transactions peut faire en sorte que la partie « innocente » dans le cadre de la transaction subisse une perte si elle a déjà compensé ou couvert sa position. Pour cette raison, le personnel de l'OCRCVM serait favorable à une méthode de rechange à l'annulation des

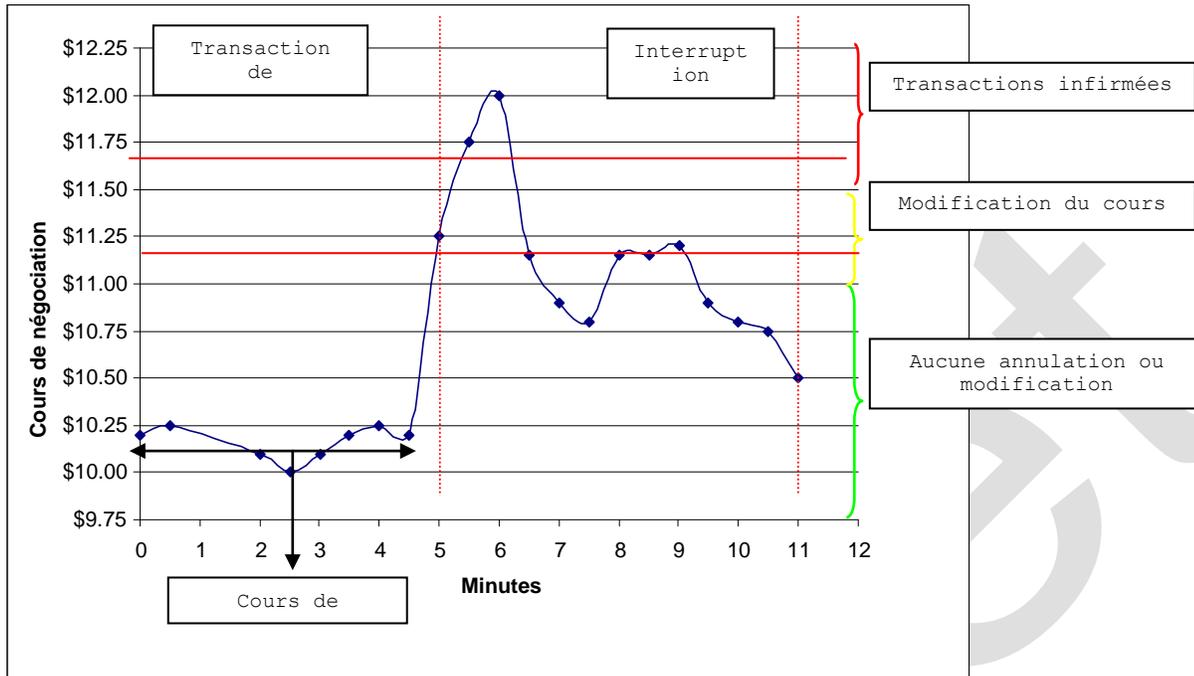
¹³ Sauf si le seuil de déclenchement pour un titre unique est pleinement automatisé, la négociation se poursuivra sur chaque marché jusqu'à ce que l'interruption des négociations ait été coordonnée et imposée. Il est difficile d'estimer la durée nécessaire afin de réellement interrompre la négociation dans des circonstances où les seuils de déclenchement se déclenchent successivement pour une série de titres.



transactions. Selon la méthode de rechange, un responsable de l'intégrité du marché aurait recours à son pouvoir dont il est investi aux termes de la Règle 10.9d) des RUIIM de modifier le cours de la transaction qui a déclenché le seuil de déclenchement pour le ramener au niveau applicable de 10 % ou de 20 % d'écart par rapport au cours de référence¹⁴. Plus précisément, les transactions exécutées immédiatement après le déclenchement du seuil de déclenchement et avant l'invocation d'une interruption réglementaire moyennant des cours qui se situent au plus à 5 % d'écart du cours de déclenchement calculé seraient modifiées pour les ramener à un cours correspondant au cours de déclenchement calculé. En revanche, toute transaction exécutée moyennant des cours supérieurs à 5 % d'écart du cours de déclenchement calculé serait annulée, puisque ces transactions se situent manifestement dans un contexte où une personne n'aurait pas eu une attente raisonnable d'exécution au moment donné.

Afin de mieux illustrer la situation, le graphique suivant fait état du traitement réservé aux transactions qui ont lieu immédiatement après le déclenchement du seuil de déclenchement et avant l'invocation de l'interruption des négociations en fonction d'un mouvement des cours de 10 % en vue de déclencher le seuil de déclenchement pour un titre unique.

¹⁴ Les mouvements des cours seront calculés en comparant chaque cours d'une transaction visant un titre sur un marché canadien (la « transaction de déclenchement » éventuelle) à un cours de référence. Aux fins de ce calcul, le « cours de référence » sera toute opération sur le titre qui a lieu au cours de la période de cinq minutes qui précède la « transaction de déclenchement » éventuelle. En règle générale, l'OCRCVM examinera les opérations qui fixent un cours bas ou haut pendant la période de cinq minutes pertinente, afin de calculer le « cours de référence ». Lorsque le cours de la transaction de déclenchement s'écarte du cours de référence de plus de 10 % (ou de 20 %, selon le cas), le personnel de l'OCRCVM propose que le cours de la transaction de déclenchement soit modifié pour correspondre au « cours de déclenchement calculé », ce qui, dans tous les cas, serait soit de 10 % soit de 20 % d'écart par rapport au cours de référence.



Des commentaires sont sollicités sur le traitement qu'il y a lieu de réserver aux transactions qui surviennent après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour titre unique et avant l'invocation d'une interruption des négociations.

Cas particuliers

Il existe certains cas particuliers où un seuil de déclenchement pour un titre unique ne devrait pas être déclenché même s'il existe le mouvement requis des cours sur le marché pendant la durée déterminée. En particulier, un seuil de déclenchement pour titre unique ne sera pas invoqué à l'égard d'un titre déterminé dans l'une des circonstances suivantes qui peuvent survenir pendant le jour de bourse :

- après que les seuils de déclenchement « généraux » ont été déclenchés (puisque l'invocation du seuil de déclenchement général indique qu'il existe une humeur caractérisant le marché qui n'est pas liée aux questions de liquidité visant ce titre déterminé) ;
- après qu'un seuil de déclenchement pour titre unique a été invoqué à l'égard de ce titre (puisque l'invocation antérieure du seuil de déclenchement aurait dû servir d'avertissement au marché qu'il existe peut-être des problèmes de liquidité à



l'égard de ce titre déterminé et que les participants au marché devraient être en train de surveiller l'évolution de la négociation de ce titre);

- après l'imposition d'une « interruption réglementaire » des opérations sur ce titre, particulièrement lorsque l'interruption a été imposée afin de permettre la diffusion de « nouvelles importantes » (puisque le marché devrait être en mesure de réagir aux nouvelles, à la condition que les nouvelles aient été diffusées correctement conformément à la législation en valeurs mobilières applicable et aux exigences des marchés).

Des commentaires sont sollicités sur la question à savoir s'il existe d'autres circonstances dans lesquelles un seuil de déclenchement pour un titre unique ne devrait pas être invoqué.

Mise en œuvre des seuils de déclenchement pour un titre unique

L'OCRCVM propose la mise en œuvre des seuils de déclenchement pour un titre unique selon les phases suivantes :

1. Phase de consultation et d'élaboration
2. Phase de mise en œuvre, laquelle consistera :
 - a) en une période manuelle;
 - b) en une période automatisée.
3. Phase d'examen et d'évaluation

Phase de consultation et d'élaboration

Pendant la phase de consultation et d'élaboration, l'OCRCVM continuerait à imposer des interruptions réglementaires des négociations et à modifier et annuler des transactions conformément à ses politiques et procédures actuelles régissant l'intervention réglementaire à l'égard de mouvements de cours importants et inexplicables aux termes de la Règle 10.9 des RUIM¹⁵. Cette phase comprend la publication du présent Avis de consultation portant sur le présent projet d'orientation qui énonce les paramètres proposés en vue de l'invocation de seuils de déclenchement pour un titre unique.

Une fois que les commentaires auront été reçus du public, des participants au marché et des Autorités canadiennes en valeurs

¹⁵ Au cours de la phase 1, chaque marché serait censé examiner sa capacité de modifier ou d'annuler des transactions suivant les directives de l'OCRCVM et d'apporter les rajustements nécessaires à ses systèmes ou procédures en vue de permettre la modification et l'annulation de transactions avant le moment où il est tenu de le signaler à la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée.



mobilières, l'OCRCVM examinera les commentaires et, au besoin, révisera les paramètres du programme de seuils de déclenchement pour un titre unique. Une fois que les paramètres définitifs du programme de seuils de déclenchement pour un titre unique auront été établis, l'OCRCVM définira et intégrera à la plate-forme de surveillance « STEP » l'alerte qui s'impose¹⁶. Le moment de la mise en œuvre sera établi après consultation du public et, dans une certaine mesure, sera fondé sur la nature des commentaires reçus et du délai nécessaire afin d'élaborer l'alerte.

Phase de mise en œuvre

Période manuelle

Au cours de la période manuelle, si un seuil de déclenchement pour un titre unique est déclenché, une alerte serait transmise sur les écrans du personnel de surveillance et serait accompagnée d'une alarme audible. Le responsable de l'intégrité du marché traiterait le seuil de déclenchement manuellement de la même manière que celle qui est utilisée présentement lors de l'imposition de toute autre interruption des négociations. Comme c'est présentement le cas, le responsable de l'intégrité du marché serait tenu de coordonner l'imposition de l'interruption par téléphone avec le personnel des opérations de négociation à la TSX/BC-TSX, Alpha et CNSX/Pure Trading; toutefois, tous les autres marchés continueraient à interrompre les négociations visant le titre déterminé en lisant le TBF (Toronto Broadcast Feed). Si le titre est le titre sous-jacent d'une option cotée à la Bourse de Montréal, le responsable de l'intégrité du marché aviserait la Bourse et celle-ci pourrait prendre toute décision qu'elle juge nécessaire ou indiquée.

Tous les marchés recevront des directives de mettre en œuvre une interruption réglementaire dès que possible, la coordination étant l'objectif secondaire par rapport à la rapidité de la mise en œuvre. Par exemple, si un marché réagit lentement en conséquence de l'appel téléphonique de l'OCRCVM, les autres marchés recevront des directives d'aller de l'avant avec l'interruption.

Pendant la période manuelle de la phase de mise en œuvre, l'OCRCVM surveillera l'efficacité du programme de seuils de déclenchement pour un titre unique.

¹⁶ Le programme STEP reçoit présentement des données en temps réel quant aux ordres et aux transactions de la part de tous les marchés visibles sauf CNSX et, d'ici le début du deuxième trimestre de 2011, disposera de données quant aux transactions en temps réel de la part de tous les marchés canadiens, qu'ils soient opaques ou transparents.



Période automatisée

L'OCRCVM et les marchés coordonneraient les travaux nécessaires afin de permettre la mise en œuvre d'une invocation pleinement automatisée des seuils de négociation pour un titre unique au cours de la période manuelle. L'OCRCVM et les marchés conviendraient du format FIX et des caractéristiques techniques du contenu d'un message d'interruption des négociations qui serait transmis sur les circuits des données réglementaires à chaque marché. Chaque marché bâtirait un récepteur pour son moteur de saisie des ordres afin de recevoir le message d'interruption des négociations et de traiter le message en mettant en œuvre une interruption réglementaire.

L'automatisation de l'interruption serait mise en œuvre lorsque tous les marchés auront entrepris les travaux d'élaboration nécessaires afin de recevoir et de traiter les messages d'interruption (produits soit automatiquement par STEP après le déclenchement d'un seuil de déclenchement pour un titre unique soit au moment de la saisie manuelle d'une interruption des négociations déterminée par un responsable de l'intégrité du marché). L'automatisation ne débiterait pas avant le 1^{er} avril 2011, puisqu'il s'agit de la date cible en vue de la migration des données réglementaires vers le format FIX.

Phase d'examen et d'évaluation

Une fois que la proposition relative aux seuils de déclenchement pour un titre unique aura été pleinement automatisée pendant un délai de six mois à un an, l'OCRCVM entreprendrait un examen de l'efficacité du programme de seuils de déclenchement pour un titre unique, y compris une analyse statistique des circonstances entourant le déclenchement des seuils de déclenchement pour un titre unique. L'OCRCVM publierait les résultats de cet examen et solliciterait des commentaires de la part du public à savoir si des rajustements devraient être apportés aux modalités du programme de seuils de déclenchement pour un titre unique.