

AVIS DE CONSULTATION

PROJET DE NORME CANADIENNE 21-101 *LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS*, PROJET D'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 21-101 PROJETS D'ANNEXES 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4 ET 21-101A5

ET

PROJET DE NORME CANADIENNE 23-101 *LES RÈGLES DE NÉGOCIATION*, PROJET D'INSTRUCTION COMPLÉMENTAIRE 23-101

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») publient de nouveau aux fins de consultation les projets de normes canadiennes et les documents connexes. Ces textes réglementaires sont le fruit de l'initiative entreprise par les ACVM en vue d'établir un cadre de réglementation pour un fonctionnement concurrentiel des bourses traditionnelles et des systèmes de négociation alternatifs (les « SNA »), tout en garantissant la transparence et le caractère équitable des opérations. Les projets de textes sont les suivants :

- les projets de norme canadienne 21-101 *Le fonctionnement des marchés* (le « projet de norme ») et d'instruction complémentaire 21-101 (le « projet d'instruction »), les annexes 21-101A1, 21-101A2, 21-101A3, 21-101A4 et la nouvelle annexe 21-101A5;
- les projets de norme canadienne 23-101 *Les règles de négociation* (le « projet de règles de négociation ») et d'instruction complémentaire 23-101 (le « projet d'instruction sur les règles de négociation ») (collectivement, le « projet SNA »).

Les ACVM distribuent également aux personnes intéressées une demande de propositions (DP) en vue de l'établissement d'un consolidateur de données chargé de recueillir de l'information sur les cotations et les opérations de chaque marché et de diffuser l'information consolidée auprès des fournisseurs de données sur le marché, des agences de presse et d'autres clients. On peut consulter la DP sur le site Web de la Commission et sur celui des commissions des autres territoires.

Les ACVM étudient depuis de nombreuses années la question des SNA. Leurs discussions ont porté principalement sur l'incidence des SNA sur les marchés (fragmentation) et sur la façon de les réglementer. Le régime établi par le projet SNA offre un choix de régie aux SNA, qui peuvent soit être reconnus à titre de bourse, soit devenir membres d'une bourse soit s'inscrire comme courtiers, auquel cas ils se voient imposer des obligations supplémentaires. Le projet SNA tente de réduire la fragmentation en fixant des règles pour la déclaration des ordres et des opérations, la consolidation des données et l'intégration des marchés. De plus, il est conçu non seulement pour préserver l'intégrité des marchés, mais aussi pour l'améliorer, grâce au projet de règles de négociation.

L'objectif réglementaire du projet SNA est donc triple : donner le choix aux investisseurs, améliorer le processus de détermination de la « vraie valeur » des cours et réduire le coût des opérations.

A. La publication dans le Bulletin du 27 août 1999

Le 27 août 1999, la Commission, de même que la plupart des autres membres des ACVM, a publié les textes suivants aux fins de consultation : le projet de norme canadienne 21-101 *Fonctionnement des marchés* (le « projet de norme antérieur »), le projet d'instruction complémentaire 21-101 (le « projet d'instruction antérieur »), les annexes 21-101F1, 21-101F2, 21-101F3 et 21-101F4, le projet de norme canadienne 23-101 *Règles sur les opérations* (le « projet de règles de négociation antérieur »), le projet d'instruction complémentaire 23-101 (le « projet d'instruction antérieur sur les règles de négociation »), ainsi qu'un document de travail intitulé *Plan de consolidation pour un marché canadien consolidé*. Ces versions des textes sont désignées ensemble comme les « projets de 1999 ».

Au cours de la période de consultation, qui a pris fin en novembre 1999 (et le 1^{er} octobre 1999 dans la plupart des autres territoires), dix-huit intervenants ont présenté des observations. On trouvera à l'annexe A une liste des intervenants, un résumé de leurs observations et la réponse des ACVM. Les ACVM tiennent à remercier les intervenants qui ont présenté des observations sur les projets de 1999. Elles ont apporté certains changements fondamentaux en réponse à certaines de ces observations.

La partie B du présent avis donne un bref résumé de la structure adoptée dans les projets de texte révisés.

La partie C traite du consolidateur de données et du processus d'établissement de celui-ci.

La partie D porte sur la consolidation de la fonction de réglementation du marché.

La partie E concerne le marché des titres à revenu fixe et le nouveau concept d'une agence de traitement de l'information chargée de recueillir et de diffuser l'information sur le marché des titres à revenu fixe.

La partie F est consacrée à la question de l'exercice de l'activité dans un territoire.

La partie G traite de la règle du blocage des applications et des raisons ayant conduit à l'adoption de règles d'affichage.

La partie H a pour objet les règles sur la piste de vérification.

La partie I expose la proposition présentée au sujet du « marché déclaré » (*reported market*).

La partie J traite de la mise en œuvre du projet SNA.

La partie K passe en revue les modifications techniques apportées aux projets de 1999 par suite des observations reçues.

B. Résumé du projet

On trouvera des renseignements supplémentaires sur le contexte et un résumé des projets de 1999 dans l'avis de consultation publié avec ces projets.

Résumé et objet du projet de norme, du projet d'instruction et des projets d'annexe

Le projet de norme servira à définir le cadre réglementaire approprié dans lequel fonctionneront les marchés traditionnels, tels que les bourses, et les marchés nouveaux, tels que les SNA. L'instruction contient des lignes directrices pour l'application de la norme.

Le projet de norme et le projet d'instruction prévoient une réglementation couvrant tous les marchés qui fonctionnent dans les territoires représentés au sein des Autorités canadiennes en valeurs mobilières, à savoir les bourses, les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations et les SNA¹. Les projets donnent des lignes directrices en vue de déterminer les marchés qui doivent être reconnus comme bourses et ceux qui doivent être considérés comme des SNA². Trois possibilités s'ouvrent pour les SNA : demander la reconnaissance comme bourse, devenir membre d'une bourse et être soumis à la même réglementation que tous les autres membres de la bourse ou se faire inscrire comme courtier membre d'un organisme reconnu d'autoréglementation³.

¹ Partie 1 du projet de norme; partie 2 du projet d'instruction.

² Partie 3 du projet d'instruction.

³ L'article 2.1 du projet de norme prévoit que le SNA qui est membre d'une bourse reconnue est exclu du champ d'application de la norme. L'article 6.1 définit le régime des SNA qui ne sont pas reconnus comme bourse ou comme système de cotation et de déclaration d'opérations et qui ne sont pas membres d'une bourse reconnue.

Le projet de norme établit un certain nombre de règles pour les bourses et les systèmes de cotation et de déclaration d'opérations, notamment en ce qui touche l'information à fournir et la tenue des dossiers⁴. Ces règles existent déjà dans certains territoires. Le projet de norme établit plusieurs règles nouvelles, applicables à tous les marchés, notamment la consolidation de l'information, l'intégration des marchés, les règles sur l'accès et la capacité des systèmes, qui reflètent l'importance accrue de la technologie pour ces marchés⁵.

Le SNA qui n'est pas membre d'une bourse ou n'a pas choisi d'être soumis au régime des bourses doit se faire inscrire comme courtier et il est soumis aux règles supplémentaires définies dans le projet de norme⁶. Ces règles supplémentaires comprennent la consolidation de l'information, l'intégration des marchés, la compensation et le règlement, l'information à fournir et la tenue de dossiers.

En réponse aux observations, les ACVM ont établi un régime distinct pour le marché des titres de participation et le marché des titres à revenu fixe en vue de la consolidation du marché et de la réglementation du marché. Ces modifications ont été apportées pour mieux refléter les différences historiques entre les deux types de marché. La plupart du temps, les titres de participation et les titres privilégiés ont été inscrits à la cote et négociés par l'entremise de marchés aux enchères centraux, alors que les marchés de titres à revenu fixe ont été des marchés de courtiers. Ces modifications portent notamment sur les points suivants : à qui incombe l'obligation de fournir l'information sur les ordres et les opérations⁷, qui jouera le rôle de consolidateur de données pour les titres à revenu fixe et qui exercera la fonction de réglementation du marché pour les titres à revenu fixe. Les modifications apportées aux projets de texte antérieurs au sujet du marché des titres à revenu fixe sont traitées de façon plus approfondie dans la partie E.

Les projets d'annexe contiennent les formulaires que doivent déposer les marchés avant de commencer à exercer leur activité et que doit déposer le SNA pour faire rapport au sujet de certaines activités ou lorsqu'il cesse d'exercer son activité. En outre, une nouvelle annexe contient le formulaire que doit déposer la personne ou société qui voudrait jouer le rôle d'agence de traitement de l'information. Lorsqu'il se produit un changement par rapport à l'information contenue dans les formulaires, les marchés ou l'agence de traitement de l'information déposent une modification du formulaire et des annexes jointes au formulaire.

Résumé et objet du projet de règles de négociation et du projet d'instruction sur les règles de négociation

Le projet de règles de négociation et le projet d'instruction sur les règles de négociation exposent des règles communes de négociation, applicables aux négociations sur tous les marchés⁸. Le projet de règles de négociation n'empêche pas les marchés de mettre en œuvre des règles supplémentaires.

À l'heure actuelle, chacune des bourses reconnues a mis en œuvre des règles de négociation visant à établir des pratiques loyales et équitables et à prévenir la manipulation et les pratiques abusives. Si les SNA doivent être autorisés à fonctionner indépendamment des marchés reconnus, ils devront veiller à ce que les pratiques de leurs participants respectent les mêmes principes. Afin d'éviter qu'on passe par les SNA pour se soustraire aux règles concernant l'intégrité des marchés financiers, les ACVM ont dû établir des règles de négociation fondamentales communes, s'appliquant à tous les marchés.

⁴ La partie 5 du projet de norme définit des règles applicables seulement aux bourses reconnues et aux systèmes de cotation et de déclaration d'opérations.

⁵ Partie 7 et parties 9 à 12 du projet de norme.

⁶ Partie 6 et parties 9-14 du projet de norme.

⁷ Partie 8 du projet de norme; art. 6.3 du projet de règles de négociation.

⁸ Le projet de règles de négociation traite des matières suivantes : la manipulation et la fraude (partie 2), la vente à découvert (partie 3), l'opération en avance sur le marché et l'opération d'initié (partie 4), l'exécution au meilleur prix (partie 5), les règles d'affichage (partie 6) et les opérations de contrepartie (partie 7).

En outre, les ACVM ont ajouté des règles d'affichage obligeant les courtiers qui agissent comme teneurs de marché à fournir l'information sur les cotations et sur les opérations⁹. Le teneur de marché est défini, dans le projet de règles de négociation, comme « le courtier qui se déclare disposé à acheter ou à vendre un titre pour son propre compte sur une base régulière ou continue ». Cette décision a été prise en partie à cause de l'élimination de la règle du blocage des applications et en partie en vue d'améliorer la transparence sur les titres qui sont négociés principalement sur des marchés de courtiers. Ces règles s'appliquent aux participants du marché pour les titres de participation, les titres privilégiés et les options cotés, ainsi qu'aux teneurs de marché pour les titres de participation et les titres privilégiés non cotés. Ces changements se fondent sur des règles semblables aux États-Unis, qu'on retrouve dans la Règle sur la publication obligatoire des cotations (*Mandatory Quote Rule*) et dans les Règles sur le traitement des ordres (*Order Handling Rules*).

Les modifications apportées aux textes au sujet des règles d'affichage sont traitées de façon plus approfondie dans la partie G.

C. Le consolidateur de données

Ainsi qu'il était prévu dans les projets de 1999, le consolidateur de données reçoit et collecte l'information sur les cotations et les opérations de chaque marché. Il diffuse également l'information consolidée auprès des fournisseurs de données sur le marché, des agences de presse et d'autres clients. Les ACVM ont débattu de la question de savoir si le numéro d'identification des courtiers devait être recueilli et diffusé par le consolidateur de données. Elles envisagent de l'exclure d'une telle collecte et diffusion.

Question 1 : Le numéro d'identification des courtiers devrait-il être recueilli et diffusé par le consolidateur de données? Dans l'affirmative, la décision devrait-elle revenir au client?

Dans les projets de 1999, il était prévu que la fonction de consolidateur de données serait confiée à un tiers facilitateur choisi par les ACVM parmi les personnes ayant répondu à une demande de propositions (DP). La DP décrira les exigences fonctionnelles et opérationnelles auxquelles le consolidateur de données doit satisfaire.

Certains intervenants ont fait valoir que l'élaboration et la mise en œuvre de la fonction de consolidateur de données devraient se faire au moyen de consultations sectorielles plutôt que par la publication d'une DP.

Après avoir examiné les observations, les ACVM ont conclu qu'un consolidateur de données était essentiel dans le nouveau régime et que des questions de consolidation et de coordination se poseront si certaines exigences ne sont pas fixées dans une DP. Les ACVM estiment qu'il est nécessaire d'imposer certaines exigences et de conserver le contrôle du processus pour que le consolidateur de données soit établi rapidement et de manière efficiente.

À l'heure actuelle, les ACVM distribuent des copies de la DP aux personnes intéressées. On peut en trouver une copie sur le site Web de la Commission, ainsi que sur le site Web de l'Alberta Securities Commission, de la British Columbia Securities Commission et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

D. La réglementation du marché

Les projets de texte traitent de la réglementation du marché des titres de participation et du marché des titres d'emprunt. À l'heure actuelle, il n'est pas prévu que ces deux marchés seront soumis à une même autorité de contrôle.

⁹ Partie 6 du projet de règles de négociation; partie 7 du projet d'instruction sur les règles de négociation.

Le marché des titres de participation

Dans les projets de 1999, il était prévu que la réglementation du marché serait assurée par un « mandataire approuvé ». Les ACVM ont indiqué que toutes les bourses établies au Canada étaient des « mandataires approuvés ».

La restructuration et la démutualisation des bourses ont soulevé un certain nombre de questions de réglementation, notamment de réglementation des marchés. Certains intervenants se sont déclarés préoccupés de la possibilité de conflits d'intérêts, advenant qu'une bourse exerce la fonction de réglementation du marché à l'égard d'un SNA auquel elle fait concurrence sur le plan du flux des ordres. Un tel conflit d'intérêt pourrait être évité en créant un OAR indépendant qui réglementerait les marchés pour les SNA. Toutefois, il n'est pas certain que les SNA pourraient, du moins au départ, assumer les frais d'établissement et d'exploitation d'un organisme de réglementation des marchés distinct.

Une autre possibilité consisterait à confier à un seul OAR la responsabilité de réglementer les marchés pour l'ensemble des bourses et des SNA. Les bourses se sont opposées à cette idée au motif qu'elles perdraient le contrôle d'une fonction qui est importante pour l'intégrité de leur marché et leur position concurrentielle.

Un compromis a été proposé, selon lequel les bourses devraient confier la réglementation à une filiale distincte des secteurs de leurs activités qui font concurrence aux SNA.

Question 2 : À qui devrait-on confier la réglementation du marché à l'égard des SNA? Veuillez motiver votre réponse.

Les ACVM publient le présent projet sans se prononcer sur l'organisation de la réglementation du marché des titres de participation. Les intervenants du secteur sont invités à proposer des solutions. Les ACVM sont prêtes à participer aux discussions mais comptent recevoir de la profession des propositions au sujet de la réglementation du marché des titres de participation.

Le marché des titres d'emprunt

Les ACVM déterminent actuellement l'entité qui pourrait exercer la fonction de réglementation du marché des titres d'emprunt. À l'heure actuelle, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) s'occupe de la réglementation du marché des titres d'emprunt pour ses propres membres. Les ACVM étudient la question de savoir s'il conviendrait que l'ACCOVAM exerce la fonction de réglementation de l'ensemble du marché des titres d'emprunt.

Question 3 : Convient-il que l'ACCOVAM exerce la fonction de réglementation du marché à l'égard de tous les participants du marché des titres d'emprunt?

E. Le marché des titres à revenu fixe – L'information à fournir, la consolidation des données et la réglementation du marché

Généralités

Les ACVM reconnaissent qu'il existe, à l'heure actuelle, des différences significatives entre les marchés canadiens des titres de participation et des titres d'emprunt. Par exemple, alors que les marchés des titres de participation sont ordinairement des marchés où les cours se forment par la confrontation des achats et des ventes d'investisseurs selon un mécanisme d'enchères, les marchés de titres d'emprunt sont traditionnellement des marchés de contrepartistes, sur lesquels les cours sont formés par les teneurs de marché par la confrontation des ordres d'achat et de vente communiqués par ces courtiers. Bien qu'on ait vu apparaître récemment des cas où l'on a utilisé le couplage électronique d'ordres pour négocier les obligations, le modèle des teneurs de marché demeure courant à l'heure actuelle. Les projets de 1999 ont

donc été adaptés pour refléter la distinction entre le marché des titres à revenu fixe et le marché des titres de participation.

Les ACVM sont d'avis qu'il importe d'améliorer la transparence des marchés canadiens des titres d'emprunt. Dans un effort visant à améliorer la transparence, les projets de 1999 ont été adaptés de façon à ce que les intermédiaires entre courtiers sur obligations, les marchés négociant des titres d'emprunt et les teneurs de marché négociant des titres d'emprunt fournissent de l'information tant avant qu'après les opérations. En outre, les ACVM déterminent actuellement qui sera le consolidateur de données pour le marché des titres à revenu fixe et à qui sera confiée la fonction de réglementation du marché.

Les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont les sociétés énumérées à l'annexe A du projet de norme, qui exercent actuellement leurs activités au Canada. D'autres intermédiaires entre courtiers sur obligations peuvent demander aux ACVM d'être ajoutés à la liste.

La transparence avant les opérations

En ce qui concerne la transparence avant les opérations, les ACVM proposent que l'intermédiaire entre courtiers sur obligations soit tenu de fournir l'information demandée par l'agence de traitement de l'information sur chaque titre d'emprunt (emprunts privés et emprunts publics) négocié par lui¹⁰. Les ACVM reconnaissent que le nombre d'émissions varie selon les intermédiaires entre courtiers sur obligations. Les marchés négociant des titres d'emprunt devront également fournir, au sujet de chaque titre qui y est négocié, l'information demandée par l'agence de traitement de l'information¹¹. L'information provenant de l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et des marchés devra être fournie en temps réel.

Les teneurs de marché doivent indiquer le cours vendeur, le cours acheteur et la taille de chacun de leurs ordres, ainsi que le cours vendeur, le cours acheteur et la taille de chaque ordre à cours limité de client qui améliorerait le cours vendeur ou acheteur des ses propres ordres¹². Dans un premier temps, le teneur de marché devra fournir l'information avant les opérations en fin de journée. Il est prévu que d'ici un an, l'information sera fournie en temps réel.

- Question 4 : Devrait-il y avoir une dispense de la règle de l'affichage pour les titres d'emprunt, en fonction de la valeur de l'ordre ou de quelque autre critère? Dans l'affirmative, quel critère faudrait-il adopter?
- Question 5 : La définition du terme « teneur de marché » est-elle appropriée?
- Question 6 : Les règles imposant au teneur de marché de fournir l'information avant les opérations devraient-elles être mises en œuvre de manière progressive? Quelle information devrait-il fournir? À quel moment cette information devrait-elle être fournie, dans un premier temps? Est-il approprié d'exiger que cette information soit fournie en temps réel d'ici un an?
- Question 7 : L'information avant les opérations ne devrait-elle être exigée que pour les titres d'emprunt les plus liquides ou pour des titres répondant à quelque autre critère? Comment faudrait-il définir les titres d'emprunt « les plus liquides »? Quelle information devrait être fournie?

La transparence après les opérations

En ce qui concerne la transparence après les opérations, les ACVM proposent que l'intermédiaire entre courtiers sur obligations et le marché soient tenus de fournir l'information sur toutes les opérations ayant

¹⁰ Partie 8 du projet de norme.

¹¹ Partie 8 du projet de norme.

¹² Art. 6.3 du projet de règles de négociation.

pour objet des titres d'emprunt¹³. Cette information devra être fournie en temps réel. Le teneur de marché est également tenu de fournir l'information sur toutes les opérations ayant pour objet des titres d'emprunt¹⁴. Comme pour l'information fournie avant les opérations, les ACVM proposent que les règles imposant au teneur de marché de fournir l'information après les opérations soient mises en œuvre de manière progressive. Dans un premier temps, le teneur de marché devra fournir l'information après les opérations en fin de journée. Il est prévu que d'ici un an, l'information sera fournie en temps réel.

Question 8 : Les règles imposant au teneur de marché de fournir l'information après les opérations devraient-elles être mises en œuvre de manière progressive? Quelle information devrait-il fournir? À quel moment cette information devrait-elle être fournie, dans un premier temps? Est-il approprié d'exiger que cette information soit fournie en temps réel d'ici un an?

Question 9 : L'information après les opérations ne devrait-elle être exigée que pour les titres d'emprunt les plus liquides? Comment faudrait-il définir les titres d'emprunt « les plus liquides »?

Aux États-Unis, la *National Association for Securities Dealers* (la « NASD ») a rendu public un projet de création d'un mécanisme d'établissement et de diffusion de rapports sur les opérations sur obligations de sociétés appelé *Trade Reporting and Comparison Entry Service* (TRACE). Les règles projetées par la NASD exigent la diffusion d'information sur les opérations, notamment la quantité réelle d'obligations de sociétés négociées, à l'exception des opérations sur obligations à rendement élevé et non cotées dont la valeur nominale est supérieure à 1 000 000 \$, qui seront diffusées avec la mention « 1MM+ », et des opérations sur titres de bonne qualité dont la valeur nominale est supérieure à 5 000 000 \$, qui seront diffusées avec la mention « 5MM+ ». Les ACVM se demandent si cette exception devrait aussi s'appliquer à l'information fournie à l'agence de traitement de l'information.

Question 10 : Le marché des titres d'emprunt du Canada est-il suffisamment semblable à celui des États-Unis pour justifier une telle approche? *La consolidation des données*

Les ACVM reconnaissent qu'il pourrait y avoir deux systèmes distincts de collecte et de diffusion de l'information sur les ordres et les opérations pour le marché des titres de participation et le marché des titres d'emprunt. Comme il a été indiqué plus haut, les ACVM publieront une DP pour le consolidateur de données chargé de recueillir et de diffuser l'information sur les ordres et les opérations. À l'heure actuelle, il est prévu que le consolidateur de données recueillera et diffusera l'information sur les titres de participation, les titres privilégiés et les options. Les ACVM ont élaboré la notion d' « agence de traitement de l'information », organisme chargé de recueillir et de diffuser l'information sur le marché des titres d'emprunt, qu'il s'agisse d'emprunts privés ou publics. Cette notion a été élaborée pour tenir compte du fait que des entités exerçant actuellement des fonctions semblables pourraient présenter leur candidature sans qu'il soit nécessaire de publier une demande de propositions. À l'heure actuelle, la seule entité qui exerce des fonctions semblables est le système de transparence proposé par CanPX (CanPX). CanPX établit un lien entre les données reçues des intermédiaires entre courtiers sur obligations, les trie pour établir les meilleurs cours acheteur et vendeur et enregistre les opérations en temps réel. Si CanPX n'est pas l'agence de traitement de l'information, c'est le consolidateur de données qui sera chargé de recueillir et de diffuser l'information pour le marché des titres d'emprunt.

Les ACVM ont établi un certain nombre de règles applicables à l'agence de traitement de l'information¹⁵. D'abord, la personne ou société qui veut exercer l'activité d'agence de traitement de l'information doit déposer le formulaire prévu à l'annexe 21-101A5. Les ACVM examinent le formulaire en vue de déterminer s'il est contraire à l'intérêt public que cette personne ou société joue le rôle d'agence de traitement de l'information. En outre, l'agence de traitement de l'information doit :

¹³ Partie 8 du projet de norme.

¹⁴ Art. 6.3 du projet de règles de négociation.

¹⁵ Partie 15 du projet de norme; partie 18 du projet d'instruction; annexe 21-101A5.

- assurer la collecte et la diffusion rapides, exactes, fiables et justes de l'information;
- ne pas interdire indûment à une personne ou société l'accès à ses services ni lui imposer indûment des restrictions à l'accès;
- tenir certains dossiers.

L'exigence de dépôt du formulaire et les règles applicables à l'agence de traitement de l'information visent à assurer la disponibilité d'une information à jour et exacte sur les ordres et les opérations, à garantir un accès équitable à l'information et à permettre d'apprécier la viabilité de l'entité.

Question 11 : Y a-t-il d'autres règles qu'il faudrait appliquer à l'agence de traitement de l'information?

Le Règlement 2100 de l'ACCOVAM interdit aux intermédiaires entre courtiers sur obligations de traiter avec d'autres que les membres de l'ACCOVAM et les grandes banques canadiennes. Cette interdiction empêche les intermédiaires entre courtiers sur obligations de devenir des SNA. Compte tenu des projets de texte et de l'évolution des marchés, le personnel des ACVM aimerait recevoir des observations sur le caractère approprié de cette interdiction.

Question 12 : Le Règlement 2100 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières est-il encore approprié?

F. L'exercice de l'activité dans un territoire

Dans l'avis de consultation de 1999, les ACVM avaient demandé qu'on leur présente des observations sur les questions touchant les obligations d'inscription des SNA au Canada et à l'étranger. En ce qui concerne les SNA canadiens, le personnel des ACVM a exprimé sa position : le SNA qui est inscrit dans un territoire du Canada et qui ne traite qu'avec des courtiers inscrits dans un autre territoire du Canada n'est soumis qu'à la réglementation du territoire dans lequel son siège social est situé. Après avoir examiné les observations reçues, les ACVM ont révisé le projet de 1999. Chaque SNA qui exerce ses activités au Canada doit être inscrit dans au moins un territoire. On considère qu'un SNA exerce ses activités dans le territoire intéressé s'il offre l'accès à des adhérents situés dans ce territoire. Un SNA est dispensé de l'exigence d'inscription s'il est déjà inscrit dans un territoire du Canada et n'offre l'accès qu'à des courtiers inscrits situés dans le territoire intéressé¹⁶.

En ce qui concerne les territoires étrangers, le personnel des ACVM avait demandé aux intervenants d'indiquer si une position semblable à celle qui vient d'être exposée pouvait également s'appliquer dans le cas de SNA qui sont situés et réglementés à l'extérieur du Canada. Cela signifierait que le SNA étranger qui ne traite qu'avec des courtiers inscrits au Canada ne serait soumis qu'à la réglementation du territoire étranger où son siège social est situé. De nombreuses observations ont été reçues sur ce point, soulevant la question de la réciprocité. Les observateurs ont fait valoir que l'approche ci-dessus sera contre-indiquée tant que les SNA canadiens ne recevront pas un traitement équivalent aux termes des régimes étrangers.

Après examen des observations reçues, les ACVM ajoutent une disposition établissant clairement que le SNA doit s'inscrire dans au moins un territoire du Canada s'il traite avec des investisseurs ou des courtiers canadiens inscrits au Canada¹⁷. Une fois qu'il est inscrit dans un territoire du Canada, la règle établie plus haut pour les SNA canadiens lui devient applicable.

¹⁶ Partie 14 du projet de norme; partie 17 du projet d'instruction.

¹⁷ Partie 14 du projet de norme; partie 17 du projet d'instruction.

G. La règle du blocage des applications - Les règles d'affichage

Les projets de 1999 contenaient un article traitant des ordres de compensation (la « règle du blocage des applications »). La règle du blocage des applications prévoyait que, pour exécuter une application¹⁸, il fallait d'abord satisfaire aux demandes et aux offres sur le marché. En d'autres termes, l'ordre d'un participant du marché qui était présenté au marché (c'est-à-dire affiché par le consolidateur de données) avait priorité. Il était interdit d'exécuter l'application au cours acheteur ou vendeur sans remplir d'abord l'ordre ayant déjà pris rang. Cette règle visait à encourager les participants du marché à inscrire les ordres dans le registre en établissant l'antériorité comme la seconde règle de priorité. La règle s'appliquait à toutes les opérations, quelle que soit leur taille.

Les observateurs ont indiqué que la règle du blocage des applications aurait pour effet de chasser vers les États-Unis le marché des blocs de titres intercotés. Après examen des observations reçues, les ACVM ont décidé de supprimer la règle du blocage des applications et de la remplacer par les règles d'affichage décrites ci-dessous.

Les ACVM ont examiné la Règle sur la publication obligatoire des cotations et les Règles sur le traitement des ordres en vigueur aux États-Unis. De façon générale, ces règles obligent le teneur de marché à afficher le prix et la taille réelle des ordres à cours limité de clients lorsque ces ordres représentent une demande ou une offre à un cours meilleur que le cours affiché par le teneur de marché.

Après avoir étudié ces règles, les ACVM proposent des règles d'affichage qui s'appliquent aux participants du marché négociant des titres cotés (titres de participation, titres privilégiés et options) et aux teneurs de marché négociant des titres non cotés (titres de participation et titres privilégiés)¹⁹.

Les nouvelles dispositions obligent le participant du marché à fournir immédiatement au marché dont il est participant le cours vendeur, le cours acheteur et la taille des ordres reçus de clients et portant sur des titres cotés. Une exception est prévue pour les ordres portant sur des titres de participation ou des titres privilégiés qui ont une valeur supérieure à 100 000 \$ et pour les ordres portant sur plus de 100 contrats d'options. En prévoyant cette exception, les ACVM reconnaissent que les ordres portant sur des blocs ne sont pas traités de la même manière que les autres ordres. Par exemple, les courtiers négocient souvent les conditions dans le cas d'ordres portant sur des blocs. L'un des principaux objectifs visés par les nouvelles règles d'affichage est d'améliorer les possibilités de traitement et d'exécution offertes aux clients qui n'ont pas le pouvoir de négocier de meilleures conditions. Étant donné que la plupart des investisseurs qui négocient des ordres portant sur des blocs ont un tel pouvoir de négociation, les ACVM ont choisi de ne pas rendre obligatoire l'affichage des ordres portant sur des blocs.

Question 13 : Devrait-il également y avoir une exception fondée sur le nombre d'actions négociées (en plus de la valeur des actions négociées)? Faut-il prévoir d'autres exceptions aux règles d'affichage?

Le teneur de marché sur des titres non cotés doit également fournir au consolidateur de données l'information sur le cours vendeur, le cours acheteur et la taille de ses propres ordres ainsi que des ordres à cours limité de clients qui amélioreraient le cours acheteur ou vendeur ses propres ordres, à moins que l'ordre n'ait été présenté à un marché²⁰. L'ordre à cours limité de client est défini comme un ordre d'achat ou de vente d'un titre à un cours indiqué, qui ne provient pas d'un courtier.

¹⁸ Il était expliqué que les ACVM considéraient qu'une application était un ordre compensatoire d'achat et de vente d'un titre entré par un participant du marché à titre de mandataire ou de contrepartiste.

¹⁹ Partie 6 du projet de règles de négociation.

²⁰ Partie 6 du projet de règles de négociation.

Les ACVM sont d'avis que l'affichage des ordres à cours limité de clients qui améliorent la demande ou l'offre du teneur de marché favorise la concurrence des cotations, laquelle, à son tour, favorise la formation des cours. Comme il a été indiqué plus haut, une exception est prévue pour les ordres portant sur des titres de participation ou des titres privilégiés d'une valeur supérieure à 100 000 \$ pour la raison que les ordres portant sur des blocs sont différents des autres ordres.

Question 14 : La règle concernant les ordres à cours limité de clients devrait-elle s'appliquer au marché des titres à revenu fixe?

Question 15 : Devrait-il également y avoir une exception fondée sur le nombre d'actions négociées (en plus de la valeur des actions négociées)?

Les ACVM pensent que l'adoption de règles d'affichage s'appliquant aux participants du marché et aux teneurs de marché favorisera la transparence, améliorera les possibilités d'exécution des ordres de clients et accroîtra la liquidité. Elles pensent également que les règles d'affichage établissent, d'une manière tout à fait appropriée, une présomption que les ordres doivent être affichés à moins qu'ils ne portent sur un bloc.

H. Les règles relatives à la piste de vérification

La partie 11 du projet de norme impose des exigences de tenue de dossiers aux marchés, qui sont notamment tenus de tenir à jour certains éléments d'information liés aux ordres et aux opérations. Les marchés qui sont des SNA doivent transmettre ces éléments d'information à un mandataire agréé.

La partie 11 du projet de norme oblige également le marché ou le mandataire agréé à synchroniser l'horloge utilisée pour enregistrer l'heure et la date de tout événement avec celle du consolidateur de données (dans le cas du marché de titres de participation, de titres privilégiés ou d'options) ou celle de l'agence de traitement de l'information (dans le cas du marché de titres d'emprunt).

La partie 11 du projet de règles de négociation établit des règles de tenue de dossiers applicables aux courtiers. Les ACVM estiment que ces règles revêtent une importance particulière dans le cas d'opérations qui ne sont pas négociées sur un marché : elles sont nécessaires pour permettre une surveillance efficace et rendre possible l'examen des opérations intervenues. Sur ce point, les ACVM ont examiné diverses règles de la NASD, notamment le système de piste de vérification des ordres (*Order Audit Trail System*, ou OATS). L'OATS impose aux courtiers membres de la NASD l'obligation d'enregistrer sous forme électronique et de déclarer certains éléments d'information au sujet des ordres qu'ils reçoivent en vue d'opérations sur les titres de participation ou les titres privilégiés négociés sur le Nasdaq. La NASD Regulation combine cette information avec les données sur les opérations que déclarent les membres par l'entremise de Nasdaq pour construire une piste de vérification intégrée des données sur les cotations, les opérations et les ordres.

Question 16 : Faut-il adopter des règles particulières sur la piste de vérification des ordres? Dans quelles circonstances ces règles devraient-elles s'appliquer? À qui devraient-elles s'appliquer? Quels éléments d'information supplémentaires devrait-on recueillir?

Question 17 : Les règles sur la piste de vérification doivent-elles être établies par les ACVM ou devraient-elles plutôt être établies par la bourse, le mandataire agréé ou l'ACCOVAM?

La partie 11 du projet de règles de négociation prévoit également la synchronisation des horloges. Les courtiers doivent synchroniser leur horloge avec celle du marché sur lequel l'ordre est exécuté, s'il s'agit d'une bourse, celle du mandataire agréé du SNA, dans le cas d'un ordre exécuté sur un SNA, ou celle du mandataire agréé, dans le cas d'un ordre qui n'est pas exécuté sur un marché.

I. Le marché déclaré

En Ontario, il existe, depuis 1970, une règle exigeant la déclaration des opérations effectuées sur le marché hors cote. À cette époque, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a reconnu l'ACCOVAM comme organisme chargé de recueillir, de colliger et de publier les données sur le marché hors cote, puis la déclaration des opérations s'est faite auprès de la Commission, dans le cadre du Canadian Over-the-Counter Automated Trading System (« COATS »), et finalement auprès du Canadian Dealing Network (« CDN »), filiale de la Bourse de Toronto. Bien qu'il s'agisse essentiellement d'un mécanisme permettant de remplir les obligations de déclaration imposées par la législation en valeurs mobilières, cette structure est appelée le « marché » déclaré (*reported market*). Au Québec, il existe une obligation de déclaration similaire, prévue dans l'Énoncé de politique n° 5 *Les actions transigées hors bourse* dans la province de Québec.

Depuis 1970, la portée de l'obligation de déclaration d'opérations a été élargie en Ontario. À l'origine, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario n'exigeait la déclaration que dans le cas d'actions industrielles non inscrites à la cote de la bourse, négociées hors cote. En 1971, elle a ajouté les valeurs minières et pétrolières. Avec le temps, l'obligation de déclaration a été étendue à toutes les opérations sur des titres de participation (sauf les opérations déjà déclarées par l'entremise d'une bourse ou d'un système de cotation). La règle est prévue aux articles 128 et 154 du *Règlement sur les valeurs mobilières* (Ontario), qui s'appliquent à tous les courtiers. Cela fait double emploi avec l'obligation du teneur de marché, prévue dans le projet de règles de négociation, d'afficher l'information sur les cotations et les opérations. Cette question est également analysée dans le cadre de la restructuration des bourses au sujet de ce que devrait devenir le marché déclaré du CDN. Les articles 128 et 152 à 157 devraient être abrogés et remplacés par une obligation de déclarer toutes les opérations qui ne sont pas déclarées par ailleurs aux termes du projet de norme ou du projet de règles de négociation. Aucune information ne sera affichée à moins qu'un teneur de marché ne soit intervenu. Les opérations devraient faire l'objet d'un contrôle de conformité aux règles de négociation. Ces règles de déclaration pour le courtier sont proposées dans la Rule 23-502 de la CVMO, *The Reported Market*.

Question 18 : Les règles d'affichage applicables aux ordres ou aux opérations hors cote devraient-elles être étendues à tous les courtiers?

Question 19 : L'information devrait-elle être transmise au consolidateur de données ou à une autre entité?

J. La mise en œuvre du projet SNA

Afin de faciliter la mise en œuvre du projet SNA, les ACVM peuvent n'appliquer que les parties qui ne demandent pas de changements importants et non celles qui doivent être modifiées à la suite des observations. Elles pourraient par exemple diviser le projet en deux, formuler un projet pour le marché des titres de participation (le « projet visant les titres de participation »), un autre pour le marché des titres à revenu fixe (le « projet visant les titres à revenu fixe »), et réaliser le premier avant le second.

K. Les modifications techniques apportées aux projets de 1999

La présente section traite de diverses modifications techniques apportées aux projets de 1999.

Le concept de marché

La définition du terme « marché » a été modifiée pour y inclure le « courtier » qui rassemble les ordres portant sur des titres cotés et qui n'est pas un participant du marché²¹. Cette modification a été apportée en réponse à certaines observations signalant que tout système de courtier comportant le moindre pouvoir discrétionnaire (par exemple, un négociateur examinant les ordres qui arrivent pour déterminer sur lesquels il veut se porter contrepartie) ne répondrait pas à la définition de « marché ». Sans cette modification, il se peut que les courtiers qui ne sont pas participants du marché internalisent le flux des ordres et ne fournissent pas leurs ordres pour les besoins de la transparence.

La définition du terme « titre SNA »

La définition du terme « titre SNA » a été supprimée. Cette modification a été apportée en réponse à certaines observations rappelant qu'il n'est pas actuellement interdit aux courtiers de négocier des titres non cotés ou d'exécuter des ordres portant sur des titres étrangers. La définition aurait interdit aux SNA d'exercer une activité qui est permise aux courtiers. En remplacement de cette définition, les ACVM proposent une règle obligeant les SNA qui négocient des titres non cotés ou des titres étrangers à mettre leurs adhérents en garde contre les risques²². Les ACVM vont suivre l'évolution de la situation, pour déterminer s'il s'agit d'une réponse satisfaisante à la question de la négociation de titres non cotés ou de titres étrangers par les SNA.

Les seuils de volume

Les seuils de volume en fonction desquels les membres des ACVM pourraient être amenés à conclure qu'un marché devrait être reconnu à titre de bourse ont été réduits par rapport aux projets de 1999. Le premier seuil de volume des projets de 1999 a été ramené de 40 pour cent à 20 pour cent²³. Il s'ensuit que si, pendant trois des quatre trimestres précédents, la valeur moyenne quotidienne du volume des opérations sur un type de titres effectuées sur un SNA au cours d'un trimestre civil atteint au moins 20 pour cent de la valeur moyenne quotidienne du volume des opérations effectuées sur ce type de titres au Canada au cours de ce trimestre, alors, vu le niveau de négociations sur le système et l'importance de garantir l'accès à tous les investisseurs, les ACVM détermineront s'il y a lieu de considérer le système comme une bourse et donc de le réglementer en tant que tel. Les ACVM ont éliminé le second seuil, prévu dans les projets de 1999, qui se serait appliqué lorsque le volume de transactions aurait atteint 50 pour cent de la valeur moyenne quotidienne du volume de transactions sur un titre donné et cinq pour cent de la valeur moyenne quotidienne du volume de transactions sur un type de titres négociés au Canada. Les ACVM sont d'avis que, lorsqu'il s'agit de déterminer si un système devrait être réglementé en tant que bourse, il vaut mieux examiner le volume des opérations dans un secteur du marché des valeurs mobilières que le volume des opérations sur un titre donné en combinaison avec un volume moindre dans un secteur du marché.

En outre, l'article 6.5 du projet de norme a été modifié pour faire en sorte que les SNA avise l'autorité en valeurs mobilières pertinente du franchissement du seuil uniquement pour ce qui est des titres négociés au Canada. Certains intervenants ont fait observer qu'il pourrait être impossible pour un SNA de faire les calculs voulus pour les opérations intervenues sur des marchés étrangers.

²¹ Partie 1 du projet de norme.

²² Art. 6.8 du projet de norme.

²³ Art. 6.5 du projet de norme; art. 3.1 du projet d'instruction.

L'interdiction de la contrepartie

L'article interdisant la contrepartie à la personne ou société exploitant un SNA a été supprimé en réponse à certaines observations indiquant que cette interdiction ne permettrait pas d'atteindre l'objectif visé. Les ACVM avaient proposé cette interdiction pour empêcher les courtiers importants de se retirer des bourses et de fonctionner comme SNA. Des intervenants ont fait observer que cette interdiction n'empêcherait pas un tiers d'offrir aux courtiers un système leur permettant d'internaliser leur flux d'ordres.

L'information à fournir sur les frais de transaction

L'article sur les frais de transaction a été modifié; désormais, le marché est tenu d'afficher auprès du consolidateur de données le barème des frais de transaction applicables aux *utilisateurs externes* qui ont accès à un ordre affiché par l'entremise du consolidateur de données²⁴. Cette modification a été apportée en réponse aux observations d'intervenants qui s'opposaient à l'obligation d'information au sujet des frais de transaction dans les ordres affichés par le consolidateur de données. Un article a été ajouté à l'instruction complémentaire pour préciser qu'il n'est pas dans les intentions des ACVM d'exiger que la commission perçue par le courtier soit communiquée au consolidateur de données²⁵. La modification répond aux demandes d'éclaircissement qui ont été formulées à propos de la question de savoir si les frais de transaction comprenaient la commission, laquelle est une rémunération négociée qui peut varier selon le client ou selon les circonstances.

La capacité, l'intégrité et la sécurité des systèmes des marchés

Dans les projets de 1999, il était prévu que toutes les règles sur la capacité, l'intégrité et la sécurité des systèmes des marchés s'appliqueraient au SNA seulement une fois qu'il aurait atteint le seuil de 20 pour cent. Les ACVM estiment que certaines normes fondamentales concernant la capacité, l'intégrité et la sécurité des systèmes devraient s'appliquer à tous les SNA, ainsi qu'aux bourses reconnues et aux systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations. L'article 12.1 du projet de norme a donc été modifié pour imposer aux SNA certaines normes en matière de capacité, d'intégrité et de sécurité des systèmes (prévues aux alinéas a) à e) de l'article 12.1 du projet de norme). Des normes supplémentaires (prévues aux alinéas f) et g) de l'article 12.1 du projet de norme) s'appliquent aux SNA qui ont franchi le seuil de 20 pour cent prévu à l'article 12.2 du projet de norme, ainsi qu'à toutes les bourses reconnues et à tous les systèmes reconnus de cotation et de déclaration d'opérations.

Le plafonnement et la stabilisation

La disposition des projets de 1999 interdisant le plafonnement et la stabilisation a été supprimée en réponse à certaines observations faisant valoir que la règle constituerait une entrave sérieuse à la liquidité du marché des options. En remplacement de cette interdiction, l'alinéa i) a été ajouté au paragraphe 4) de l'article 3.1, ajoutant à la liste des activités constitutives de manipulation toute activité de négociation visant à accroître la valeur d'une position sur dérivés.

La vente à découvert

L'article sur la vente à découvert a été modifié. Dans les projets de 1999, les ACVM proposaient la règle de « l'échelon zéro plus ». En raison des observations reçues, les ACVM remplacent cette règle par la règle de « l'échelon zéro », c'est-à-dire qu'une vente à découvert peut être effectuée à un prix supérieur ou égal au dernier cours de vente, peu importe qu'il ait lui-même été inférieur ou supérieur à celui de la dernière opération effectuée à un cours différent²⁶. Les ACVM estiment que les règles de négociation doivent établir des normes minimales et que les bourses peuvent, si elles le jugent opportun, adopter des normes plus strictes.

²⁴ Partie 10 du projet de norme.

²⁵ Partie 13 du projet d'instruction.

²⁶ Partie 3 du projet de règles de négociation; partie 4 du projet d'instruction sur les règles de négociation.

Question 20 : Les dispositions sur la vente à découvert devraient-elles être limitées aux opérations effectuées sur un marché ou devraient-elles s'appliquer aussi aux courtiers négociant hors marché?

Les suspensions de cotation

L'article 8.1 du projet de règles de négociation est nouveau. Il prévoit qu'aucun marché ne peut permettre de négociations sur un titre qui fait l'objet d'une suspension de cotation décidée par une autorité en valeurs mobilières, une bourse reconnue ou un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations.

La négociation après-séance

L'article 9.1 du projet de règles de négociation est nouveau. Il prévoit que chaque marché établit des règles concernant les heures de négociation pour les participants du marché. Les ACVM sont d'accord avec les observations selon lesquelles les SNA devraient pouvoir négocier après la clôture de la séance à des cours en dehors de la fourchette cours acheteur-cours vendeur de clôture du marché principal.

L. Demande d'observations sur des points particuliers

Les ACVM souhaitent recevoir des observations sur les points suivants :

Question 1 : Le numéro d'identification des courtiers devrait-il être recueilli et diffusé par le consolidateur de données? Dans l'affirmative, la décision devrait-elle revenir au client?

Question 2 : À qui devrait-on confier la réglementation du marché à l'égard des SNA? Veuillez motiver votre réponse.

Question 3 : Convient-il que l'ACCOVAM exerce la fonction de réglementation du marché à l'égard de tous les participants du marché des titres d'emprunt?

Question 4 : Devrait-il y avoir une dispense de la règle de l'affichage pour les titres d'emprunt, en fonction de la valeur de l'ordre ou de quelque autre critère? Dans l'affirmative, quel critère faudrait-il adopter?

Question 5 : La définition du terme « teneur de marché » est-elle appropriée?

Question 6 : Les règles imposant au teneur de marché de fournir l'information avant les opérations devraient-elles être mises en œuvre de manière progressive? Quelle information devrait-il fournir? À quel moment cette information devrait-elle être fournie, dans un premier temps? Est-il approprié d'exiger que cette information soit fournie en temps réel d'ici un an?

Question 7 : L'information avant les opérations ne devrait-elle être exigée que pour les titres d'emprunt les plus liquides ou pour des titres répondant à quelque autre critère? Comment faudrait-il définir les titres d'emprunt « les plus liquides »? Quelle information devrait être fournie?

Question 8 : Les règles imposant au teneur de marché de fournir l'information après les opérations devraient-elles être mises en œuvre de manière progressive? Quelle information devrait-il fournir? À quel moment cette information devrait-elle être fournie, dans un premier temps? Est-il approprié d'exiger que cette information soit fournie en temps réel d'ici un an?

Question 9 : L'information après les opérations ne devrait-elle être exigée que pour les titres d'emprunt les plus liquides? Comment faudrait-il définir les titres d'emprunt « les plus liquides »?

- Question 10 : Le marché des titres d'emprunt du Canada est-il suffisamment semblable à celui des États-Unis pour justifier une telle approche?
- Question 11 : Y a-t-il d'autres règles qu'il faudrait appliquer à l'agence de traitement de l'information?
- Question 12 : Le Règlement 2100 de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières est-il encore approprié?
- Question 13 : Devrait-il également y avoir une exception fondée sur le nombre d'actions négociées (en plus de la valeur des actions négociées)? Faut-il prévoir d'autres exceptions aux règles d'affichage?
- Question 14 : La règle concernant les ordres à cours limité de clients devrait-elle s'appliquer au marché des titres à revenu fixe?
- Question 15 : Devrait-il également y avoir une exception fondée sur le nombre d'actions négociées (en plus de la valeur des actions négociées)?
- Question 16 : Faut-il adopter des règles particulières sur la piste de vérification des ordres? Dans quelles circonstances ces règles devraient-elles s'appliquer? À qui devraient-elles s'appliquer? Quels éléments d'information supplémentaires devraient-on recueillir?
- Question 17 : Les règles sur la piste de vérification doivent-elles être établies par les ACVM ou devraient-elles plutôt être établies par la bourse, le mandataire agréé ou l'ACCOVAM?
- Question 18 : Les règles d'affichage applicables aux ordres ou aux opérations hors cote devraient-elles être étendues à tous les courtiers?
- Question 19 : L'information devrait-elle être transmise au consolidateur de données ou à une autre entité?
- Question 20 : Les dispositions sur la vente à découvert devraient-elles être limitées aux opérations effectuées sur un marché ou devraient-elles s'appliquer aussi aux courtiers négociant hors marché?

Observations

Les personnes intéressées sont invitées à présenter par écrit leurs observations sur le projet de norme, le projet d'instruction, les projets de formulaire, le projet de règles de négociation et le projet d'instruction sur les règles de négociation avant le 30 septembre 2000 à l'adresse suivante :

Claude St Pierre, secrétaire
Commission des valeurs mobilières du Québec
800, square Victoria
Tour de la Bourse
C.P. 246, 22^e étage
Montréal (Québec) H4Z 1G3
Courriel : claudio.stpierre@cvmq.com

Une disquette contenant les observations (en format Word pour Windows) doit également être soumise. Étant donné que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des observations écrites reçues au cours de la période de consultation, il est impossible de préserver le caractère confidentiel des observations.

Pour toute question, on peut s'adresser à :

Diane Joly
Directrice de la recherche et du développement des marchés
Commission des valeurs mobilières du Québec
(514) 940-2199, poste 4551

ANNEXE A**LISTE DES OBSERVATEURS**

1. La Bourse de Toronto
2. Caisse canadienne de dépôt de valeurs, limitée
3. Vancouver Stock Exchange
4. Bourses réunies (ASE, ME, TSE, VSE)
5. Bloomberg
6. Institutional Equity Traders Association
7. Goepel McDermid Securities
8. Instinet Canada Ltd.
9. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières – Comité sur la négociation des actions
10. La Banque du Canada
11. Versus Technologies Inc.
12. Marchés mondiaux CIBC
13. Nesbitt Burns
14. Bunting Warburg Dillion Read Inc.
15. TraderDirect
16. Groupe Investors
17. Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières – Comité sur les marchés de capitaux
18. Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario

ANNEXE A
RÉSUMÉ DES OBSERVATIONS ET RÉPONSES DES ACVM

A. NORME CANADIENNE 21-101, LE FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS

<p>1. Choix de régie</p>	<p><u>BT</u> : Il serait plus simple et plus efficace d'offrir deux possibilités à un SNA : devenir membre d'une bourse ou demander sa reconnaissance à titre de bourse. Le fait que les SNA ne soient pas tenus d'adhérer à un OAR assurant la réglementation des marchés signifie que, contrairement à la situation existant aux États-Unis, les SNA seront assujettis <i>seulement</i> aux règles cadres des ACVM sur les opérations. Toute question que pourraient soulever les ACVM sur des activités anticoncurrentielles de la part des bourses pourrait relever du pouvoir de surveillance des Commissions. Les SNA qui ne voudraient pas être régis par une entité qu'ils considèrent comme un concurrent pourraient devenir des bourses ou établir leur propre OAR assurant la réglementation des marchés et le faire reconnaître par les ACVM.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Le régime tripartite n'exigeant pas l'adhésion des SNA à un OAR compromet les normes actuelles de réglementation des marchés. Il est recommandé d'obliger les SNA à devenir membres d'une bourse ou à demander leur reconnaissance à titre de bourses.</p> <p><u>Groupe Investors</u> : Comme des SNA risquent de ne pas pouvoir opter pour la réglementation à titre de bourses, en raison notamment des coûts considérables s'y rattachant, l'adhésion à une bourse ou à l'ACCOVAM pourrait constituer la seule solution viable pour nombre d'entre eux. Des conflits d'intérêts pourraient en résulter. Donc, tout système réglementaire établi pour les SNA devrait en tenir compte : (1) en assurant que la réglementation à titre de bourses est une option viable et économique; (2) en exigeant que les catégories de membre et les règles établies par les bourses ou l'ACCOVAM soient raisonnables et visent encourager la compétition et non créer une barrière à l'entrée.</p> <p><u>VSE (bourse de Vancouver)</u> : Un régime tripartite se traduira par une fragmentation de la réglementation des marchés qui portera atteinte à l'intégrité du marché canadien. Il est recommandé que, comme aux États-Unis, les SNA exercent leurs activités soit à titre de membres d'une bourse, soit à titre de bourses. Tout conflit d'intérêts réel ou perçu devrait être soumis au pouvoir de surveillance actuel des Commissions et à la procédure d'appel. Les SNA qui jugent cette protection insuffisante pourraient demander leur reconnaissance à titre de bourses.</p> <p><u>Versus</u> : Le choix d'options de régie est essentiel à l'exercice d'activités concurrentielles par les SNA au Canada. L'imposition aux SNA de l'obligation de devenir membres de bourses équivaldrait au <i>statu quo</i> sur le marché canadien. Le SNA serait obligé de demander une permission à la bourse chaque fois qu'il souhaiterait instaurer un nouveau service concurrentiel.</p> <p>Réponse : Le choix d'options de régie est essentiel à l'exercice d'activités concurrentielles par les SNA au Canada. Les conflits d'intérêts susceptibles de surgir si les SNA sont tenus de devenir membres de bourses suscitent des préoccupations.</p>
<p>2. Définition de « marché » (Norme canadienne)</p>	<p><u>BT</u> : La formulation de la définition de façon à exclure les systèmes internes que les courtiers utilisent pour négocier et traiter les ordres soulève des inquiétudes. Selon l'exclusion ainsi rédigée, un système de courtier exerçant un</p>

21-101, partie 1)	<p>minimum de pouvoir discrétionnaire n'entrerait pas dans la définition. Cette exclusion permettrait aux courtiers non membres d'une bourse de traiter les ordres au moyen d'un système interne parce qu'ils ne jumelleraient pas ces ordres sur un marché. Cette possibilité est préoccupante parce qu'un tel courtier ne serait pas un « participant du marché » et ne serait donc pas assujéti aux règles cadres sur les opérations (sauf la règle contre la manipulation).</p> <p><u>Instinet</u> : Un courtier qui choisit de négocier à titre de contrepartiste et qui affecte des capitaux à ses activités de négociation échappe à la réglementation à titre de SNA et ne sera jamais réglementé à titre de bourse, peu importe son volume. De plus, la frontière entre un SNA et un « courtier traditionnel » dépend de l'étendue du recours à des « méthodes non discrétionnaires » pour l'interaction des ordres. Lorsqu'une entité de négociation utilisant une technologie de pointe offre à ses utilisateurs diverses méthodes discrétionnaires de négociation, il ne semble pas approprié de la considérer comme un marché.</p> <p><u>TraderDirect</u> : Les cas suivants seraient-ils considérés comme des marchés? (1) Un système dans le cadre duquel de multiples courtiers, se faisant demander un prix par un client, répondent par des cours, puis le client conclut la transaction avec le courtier de son choix. (2) Un système dans le cadre duquel de multiples courtiers affichent des prix exécutable à un écran de vente aux enchères; les clients acheteurs peuvent effectuer la transaction en fonction de ces prix quant aux volumes présentés, jusqu'à concurrence d'un volume maximal; les clients acheteurs ne peuvent pas afficher de prix, et les transactions peuvent être anonymes à l'écran, mais intégrer des vérifications de crédit.</p> <p><u>Banque du Canada</u> : La définition de « marché » exclut en fait du concept les activités de négociation du courtier traditionnel (avec le client). Cependant, les intermédiaires entre courtiers sur obligations constitueront des marchés aux termes de cette définition. Cela suppose que les participants du marché des intermédiaires entre courtiers sur obligations sont des courtiers, ceux-ci étant les seules entités qui ont accès aux intermédiaires entre courtiers sur obligations.</p> <p>Réponse : La définition de « marché » comporte une lacune au chapitre des courtiers. L'intention consiste à faire participer les courtiers qui transigent des titres cotés aux fins de transparence et d'intégration des marchés. La définition de « marché » a été modifiée de façon à ne pas exclure les courtiers. Il en résulterait que tout courtier qui ne serait ni membre d'une bourse, ni un utilisateur d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, ni un SNA serait considéré comme un « marché ». Il est possible que certains intermédiaires entre courtiers sur obligations constituent des marchés selon la définition. En ce qui concerne les titres à revenu fixe, les ACVM ont exclu les intermédiaires entre courtiers sur obligations de la définition de « marché ». Ils sont toutefois tenus de présenter de l'information pour des raisons de transparence.</p>
3. Système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations	<p><u>TraderDirect</u> : Les intermédiaires entre courtiers sur obligations devront-ils s'inscrire à titre de systèmes reconnus de cotation et de rapports d'opérations?</p> <p>Réponse : Cet élément est traité dans la réponse relative à la définition de « marché ».</p>
4. Définition de	<p><u>BT</u> : La formulation de l'instruction laisse entrevoir la possibilité pour un SNA</p>

<p>«SNA» (Norme canadienne 21-101, partie 1)</p>	<p>d'offrir une fonction de tenue de marché, puisqu'elle est limitée aux SNA qui offrent un «volume minimal garanti» d'ordres. La restriction semble fondée sur la quantité minimale garantie qu'offrent les mainteneurs de marché à la BT et à la BM, selon laquelle les ordres négociables de faible volume de clients se voient garantir une quantité complète aux cours acheteur et vendeur même si le volume inscrit dans le registre ne suffit pas à les exécuter. La quantité garantie ne fait pas partie intégrante d'un système de tenue de marché. Plutôt que d'être centrée sur les quantités garanties, la règle devrait s'attacher au rôle essentiel du mainteneur de marché, qui consiste à garantir une contrepartie raisonnablement continue du marché pour un titre.</p> <p><u>Versus</u> : Versus est d'accord sur la disposition exigeant que le SNA soit régi à titre de bourse s'il offre certains services traditionnellement reconnus comme relevant d'une bourse (telle la cotation). Tout SNA qui offre ces services est une bourse et devrait être régi comme une bourse.</p> <p>Réponse : La fonction de tenue de marché décrite dans la définition de «SNA» sera modifiée de façon à renvoyer à la garantie d'une contrepartie raisonnablement continue du marché pour un titre.</p>
<p>5. Définition de «titre SNA» (Norme canadienne 21-101, partie 1)</p> <p>Question 4 : Devrait-on limiter les transactions sur les SNA aux titres d'émetteurs assujettis qui sont cotés sur une bourse reconnue?</p>	<p><u>BT</u> : À l'heure actuelle, les courtiers peuvent négocier des titres étrangers non cotés à condition de respecter les règles du CDN sur les rapports d'opérations et la cotation; la même disposition devrait s'appliquer aux SNA.</p> <p><u>VSE</u> : Les SNA devraient être assujettis à une restriction quant à la négociation de titres non cotés, en particulier les titres de petites entreprises. Après la restructuration, les SNA devraient être assujettis aux règles de la CDNX (bourse canadienne de l'Ouest) sur les marchés publiés.</p> <p><u>Goepel McDermid Securities</u> : Les SNA devraient être limités aux émetteurs assujettis dont les titres sont cotés sur une bourse reconnue, principalement parce que nous devons conserver un degré élevé de confiance dans les marchés canadiens, et l'autorisation de négocier des émissions «non cotées sur une bourse» risque de conduire à des pratiques abusives : un courtier non membre d'une bourse pourrait chercher à établir un SNA sanctionné par les ACVM, susceptible de conférer un air de légitimité à cette partie du marché des capitaux canadien.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Actuellement, un épargnant canadien peut demander à son courtier d'acheter ou de vendre des titres qui se négocient sur n'importe quel marché étranger. La définition de «titre SNA» ne devrait pas être limitée aux titres cotés sur une bourse reconnue ni restreinte en fonction de marchés étrangers précis.</p> <p><u>TraderDirect</u> : La définition signifie-t-elle que le SNA ne peut réunir des acheteurs et des vendeurs d'autres types de produits (tels des produits en devises)? Le SNA peut-il exploiter un système parallèle négociant d'autres types de produits? Quelle est la définition de «système»? Quel serait le mécanisme d'octroi de permis? Un intermédiaire entre courtiers sur obligations serait-il tenu de détenir deux permis?</p> <p><u>Groupe Investors</u> : La négociation de titres d'émetteurs assujettis sur un SNA ne devrait pas être limitée aux titres cotés sur une bourse reconnue.</p> <p><u>Instinet</u> : La négociation de titres d'émetteurs assujettis sur un SNA ne devrait pas être limitée aux titres cotés sur une bourse reconnue. La limitation des titres pouvant être négociés sur un SNA aux titres négociés en bourse est trop</p>

	<p>restrictive et impose aux SNA une «fonction de bourse» supplémentaire.</p> <p><u>Versus</u> : Versus n'est pas d'accord sur la limitation des titres pouvant être légalement négociés par les SNA. En vertu de son inscription à titre de courtier, Versus n'est assujettie à aucune restriction quant à la négociation, pour le compte de ses clients, de titres hors cote admissibles ou quant au traitement d'ordres visant des titres étrangers que n'englobe pas la définition de «titre SNA». L'introduction d'une telle restriction limiterait, sans justification apparente, des activités que Versus peut exercer actuellement, désavantageant celle-ci sur le plan concurrentiel par rapport aux autres courtiers canadiens inscrits et aux SNA étrangers exerçant des activités au Canada.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : La définition de «titre SNA» est assez large.</p> <p>Réponse : La définition actuelle de «titre SNA» comporte une lacune au chapitre des systèmes négociant des produits non identifiés (tels des titres d'emprunt étrangers). Cette définition sera supprimée. L'introduction d'une telle restriction limiterait des activités que les courtiers peuvent exercer actuellement. Une solution de rechange à la définition de «titre SNA», est d'exiger d'un SNA qui transige des titres non cotés ou des titres étrangers qu'il fournisse à ses adhérents une mise en garde au sujet du risque qui mentionnera que les titres ne sont pas nécessairement des titres d'émetteurs assujettis au Canada et que la qualité ou la disponibilité de l'information relative à l'émetteur ou toute autre information n'est pas assurée.</p>
<p>6. Marchés étrangers (Annexe A à la norme canadienne 21-101)</p> <p>Question 5 : Quels marchés étrangers devraient être énumérés dans l'annexe de la norme?</p>	<p><u>Bloomberg</u> : Si les ACVM estiment nécessaire de prescrire des marchés, Bloomberg recommande fortement l'inclusion, au minimum, des marchés situés dans les sept pays les plus industrialisés (G7).</p> <p><u>Groupe Investors</u> : Les SNA ne devraient pas être limités à la négociation de titres sur les quatre marchés étrangers énumérés dans l'annexe A. Tous les marchés étrangers devraient être inclus.</p> <p><u>Instinet</u> : Instinet croit qu'aucune restriction ne devrait toucher les marchés sur lesquels un SNA peut négocier des titres.</p> <p><u>Versus</u> : Les titres pouvant être négociés sur le SNA ne devraient pas être limités, sous réserve du respect des lois sur les valeurs mobilières applicables au Canada.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Les titres pouvant être négociés sur un SNA ne devraient pas être limités, sous réserve du respect des lois sur les valeurs mobilières applicables au Canada.</p> <p>Réponse : Étant donné que la définition de «titre SNA» sera supprimée, aucune restriction ne touchera les marchés étrangers. Voir ci-dessus la réponse pour «titre SNA» pour l'énoncé concernant l'exigence de mise en garde au sujet du risque.</p>
<p>7. Seuils de volume (Norme canadienne 21-101, article 6.5)</p>	<p><u>BT</u> : Tout seuil sera nécessairement arbitraire, puisqu'il sera difficile sinon impossible d'établir d'avance à quel moment un système de négociation atteint une masse critique faisant de lui un joueur important sur un marché. Cependant, les seuils sont beaucoup trop élevés. Le projet n'indique pas</p>

<p>Question 1 : Est-ce que 40 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions pour tout type de titres négociés au Canada est un seuil approprié ou devrait-il être diminué (p. ex., à 10 pour cent ou 20 pour cent)?</p>	<p>clairement comment les seuils fonctionneront, ceux-ci étant liés à la part du SNA dans l'ensemble des transactions sur un type de titres.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Les seuils ne devraient pas être élevés à tel point qu'un SNA, qui n'est pas tenu d'appartenir à un OAR ou qui n'est pas assujéti aux mêmes normes réglementaires qu'une bourse, pourrait détenir une part de marché supérieure à celle d'une bourse avec laquelle il se trouve en concurrence.</p> <p><u>VSE</u> : Même 10 % représente un seuil trop élevé. Il est difficile de comprendre pourquoi un SNA doté de tels volumes, supérieurs à ceux de certaines bourses canadiennes, ne serait pas tenu de s'inscrire et d'être régi à titre de bourse. Le seuil de volume des transactions conclues sur des marchés étrangers risque de s'avérer impossible à calculer.</p>
<p>Question 2 : Est-ce que les ACVM devraient maintenir le deuxième seuil de volume à l'alinéa 6.5(1)b) de la norme, soit un volume atteignant 50 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un titre et 5 pour cent de la valeur moyenne quotidienne, en dollars, du volume de transactions sur un type de titres négociés au Canada?</p>	<p><u>Groupe Investors</u> : Les ACVM devraient rester en communication constante avec les bourses et l'ACCOVAM afin de déterminer si les exigences réglementaires existantes imposées à un SNA en particulier sont appropriées, plutôt que d'obliger le SNA à aviser les ACVM de l'atteinte de certains seuils. Si de telles obligations d'avis sont retenues, tout seuil fixé pour la communication d'avis sera nécessairement arbitraire, et les pourcentages proposés ne devraient assurément pas être diminués.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Bloomberg estime plus approprié de s'appuyer sur des facteurs objectifs, comme déterminer si un marché remplit des fonctions similaires à celles d'une bourse (par exemple s'il compte des membres, s'il fait appliquer ses propres règles, s'il régit les activités des membres, etc.). Si la distinction entre un SNA et une bourse repose sur le volume, des explications supplémentaires seront requises sur la façon d'effectuer les calculs. Dans le cas des titres négociés à l'étranger, il n'est pas certain que les renseignements nécessaires au calcul seront disponibles.</p>
<p>Question 3 : Est-il réaliste d'exiger d'un SNA qu'il calcule le seuil de volume pour ses transactions sur des marchés étrangers?</p>	<p><u>Instinet</u> : Le seuil de 40 % constitue un point de départ acceptable. De tels seuils sont toujours arbitraires et peuvent entraîner des conséquences imprévues; par conséquent, ils devraient être révisés périodiquement. La question de savoir si l'atteinte d'un volume de transactions de 40 % pour un seul titre justifie le reclassement d'un SNA à titre de bourse mérite plus de réflexion. Le plafond de 5 % applicable au second seuil paraît trop bas et risque de pénaliser prématurément et injustement les courtiers électroniques qui connaissent du succès. Même si les SNA pouvaient calculer le volume des transactions conclues sur des marchés étrangers, la règle aurait pour effet de les pénaliser pour leur succès sur les marchés étrangers en ajoutant leur part des transactions sur ces marchés à la part locale qui peut demeurer modeste.</p>
	<p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Le comité ayant conclu que la réglementation des marchés devrait être séparée des bourses, le seuil de 40 % devient inutile. Selon le comité, l'obligation de donner avis des changements touchant le volume de transactions serait avantageuse. La difficulté d'accéder à des statistiques sur les volumes véritables des marchés étrangers tels que le NASDAQ rend problématique l'inclusion de données sur ces marchés.</p>
	<p><u>Versus</u> : Versus n'est pas d'avis que les volumes négociés sur le SNA, à un certain niveau, peuvent à eux seuls transformer celui-ci en une bourse. Le SNA pourrait être tenu de déclarer ses volumes de transactions aux ACVM, afin d'en permettre la surveillance en fonction des seuils comparatifs jugés pertinents par les agents responsables. Simultanément, les courtiers inscrits qui ne sont</p>

	<p>pas régis comme des SNA devraient aussi être tenus de déclarer les volumes négociés. Les rapports devraient obligatoirement indiquer les volumes négociés tant au Canada qu'à l'étranger, afin que les agents responsables puissent évaluer dans quelle mesure des titres sont négociés par des personnes inscrites au Canada sur les marchés alternatifs intérieurs et étrangers. Versus estime également que les seuils envisagés ne peuvent être calculés tels que les critères s'y rapportant sont rédigés.</p> <p><u>TraderDirect</u> : Les chiffres des volumes de transactions sur les titres d'emprunt de la Banque du Canada ne deviennent disponibles qu'après la période de trois mois suivant la fin de chaque trimestre civil. Les seuils de volume se rapportent aux transactions sur les «marchés» mais n'incluent pas le chiffre du volume des transactions directes (par exemple entre courtiers) d'achat et de vente. Sur le marché des titres à revenu fixe, les transactions directes représentent une proportion considérable du volume de transactions.</p> <p><u>Banque du Canada</u> : Ce genre de règle imposant un pourcentage pourrait se traduire par la transformation en bourses des intermédiaires entre courtiers sur obligations en titres à revenu fixe, obligeant en conséquence des intermédiaires entre courtiers sur obligations à offrir une fonction de cotation pour les émetteurs de titres à revenu fixe tel le gouvernement du Canada. Les marchés de titres à revenu fixe sont actuellement décentralisés (entièrement fragmentés); par conséquent, il n'est pas certain que les efforts déployés pour maintenir une certaine centralisation des marchés d'actions pourront s'appliquer également aux marchés de titres à revenu fixe sans en toucher, peut-être négativement, la liquidité et l'efficacité.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Pour déterminer si un SNA est devenu le marché dominant, il faudrait stipuler une période de prédominance des transactions sur un SNA (peut-être de six mois à un an).</p> <p>Réponse : Le premier seuil de volume sera ramené de 40 % à 20 %. Le deuxième seuil de volume sera supprimé. Il est proposé que les SNA déclarent leurs volumes de transactions aux ACVM. Comme les seuils de volume sur les marchés étrangers se calculeraient difficilement, le calcul ne s'appliquera qu'aux titres négociés au Canada. En ce qui concerne le marché des titres à revenu fixe, des seuils de volume appropriés ne sont plus une préoccupation puisque les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont dispensés de la définition de «marché» à la condition de soumettre de l'information dans un but de transparence.</p>
<p>8. Interdiction de contrepartie (Norme canadienne 21-101, article 6.6)</p> <p>Question 6 : Faudrait-il prévoir une dispense minimale pour les opérations de contrepartie afin d'encourager les courtiers à investir dans les SNA?</p>	<p><u>BT</u> : La restriction peut décourager les courtiers cherchant à établir leur propre SNA et créer un obstacle à l'entrée de certains SNA américains appartenant à des courtiers américains; elle n'empêchera pas un tiers d'offrir à des courtiers un système de traitement interne de leurs ordres. La solution doit assurer que l'ensemble du régime n'est pas déséquilibré au point d'inciter les courtiers à se retirer des marchés publics et à établir leurs propres SNA.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : La restriction proposée serait probablement inefficace, puisqu'un tiers pourrait toujours offrir à des courtiers un système de traitement interne des ordres.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : Comme le marché canadien est dominé par un nombre restreint de courtiers en valeurs mobilières, dont la plupart font partie du groupe de banques, de sociétés de fiducie et d'autres participants de</p>

premier plan au marché financier qui négocient pour leur propre compte, l'interdiction porterait gravement atteinte à la possibilité pour les SNA appartenant à des courtiers canadiens de parvenir à la liquidité nécessaire à leur capacité concurrentielle. En outre, les opérations de contrepartie par l'entremise d'un SNA exclusif se sont révélées essentielles au succès de plusieurs SNA aux États-Unis. L'instauration de l'interdiction de contrepartie garantirait pratiquement la prospérité des SNA américains aux dépens des SNA canadiens.

Groupe Investors : Les courtiers qui souhaitent participer devraient être autorisés à le faire à titre de contrepartistes, contribuant à la liquidité.

Instinet : Il ne semble pas qu'une interdiction aussi large atteindrait les objectifs exposés dans la publication. Que les courtiers décident ou non de se retirer des bourses, le projet leur permettra d'établir des SNA non membres en concurrence directe avec les bourses, produisant le résultat que l'interdiction devait empêcher.

Comité de l'ACCOVAM : Le comité ne juge pas l'interdiction de contrepartie dans l'intérêt du marché canadien. Si un courtier exploitant un SNA souhaite agir comme contrepartiste afin d'y améliorer le flux des ordres et la liquidité, il est difficile de comprendre en quoi cela nuirait à l'ensemble des marchés d'actions, compte tenu des dispositions du projet portant sur la meilleure exécution, la transparence et l'accès équitable.

Versus : Versus est d'accord sur la proposition de limiter le degré de participation dans un SNA d'un propriétaire agissant comme contrepartiste sur celui-ci. À son avis, la limite ne doit pas revêtir la forme d'une interdiction absolue de participation mais devrait être fixée à un plafond empêchant le contrôle effectif du SNA (maximum de 10 %).

TraderDirect : Comme l'interdiction de contrepartie ne se justifie qu'à l'égard des titres de participation, la restriction devrait s'y limiter.

Comité sur les marchés des capitaux de l'ACCOVAM : La restriction nuira probablement à l'établissement de plates-formes de négociation électronique sur les marchés de titres d'emprunt, puisque ce sont les courtiers qui souhaiteraient agir comme contrepartistes par l'entremise de SNA pour les transactions de clients.

VSE : L'interdiction de contrepartie ne sera pas efficace, car elle n'empêcherait pas un tiers d'offrir à des courtiers un système de traitement interne des ordres.

Goepel McDermid Securities : Aucune dispense minimale ne devrait être accordée pour les opérations de contrepartie afin d'encourager les courtiers à investir dans les SNA. Un régime de SNA est créé pour procurer des avantages aux investisseurs et aux émetteurs, et non pour servir les intérêts personnels d'une poignée d'intermédiaires; cependant, comme le régime de SNA évoluera et gagnera la confiance de tous les participants, la question devrait être reconsidérée.

Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario : Une dispense devrait être accordée pour les opérations de contrepartie : la participation dans un SNA devrait être limitée à 10 %. Il faut que les courtiers canadiens soient novateurs et capables de livrer concurrence aux courtiers internationaux. Toutefois, si un courtier d'envergure était

	<p>propriétaire de plus de 50 % d'un SNA, il risquerait d'acheminer les ordres ailleurs que vers la bourse, suscitant la fragmentation du marché des actions.</p> <p>Réponse : L'interdiction de contrepartie sera supprimée.</p>
RÉGIME APPLICABLE AUX BOURSES – PARTIE 5, NORME CANADIENNE 21-101	
9. Questions d'ordre général	<p><u>BT</u> : Il faut veiller à assurer l'équilibre entre le fait de surveiller efficacement les marchés publics et le fait de ne pas leur créer d'obstacles inutiles. Dans un contexte concurrentiel, les Commissions devraient se concentrer sur la façon dont les bourses s'acquittent de leurs fonctions d'autoréglementation : celles-ci sont-elles exhaustives, et sont-elles administrées correctement et appliquées équitablement? Les Commissions ne devraient pas s'attacher aux activités de la bourse, qui sont soumises à la concurrence et à la discipline des forces du marché.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Les ACVM ne devraient pas imposer aux bourses un fardeau administratif et réglementaire nouveau et, à notre avis, inutile dans le contexte concurrentiel qui est créé. Elles devraient considérer que les SNA seront assujettis à une surveillance minime; pourtant, elles projettent en même temps de s'occuper des domaines d'activité des bourses. Cela ralentira et gênera les réactions des bourses aux pressions concurrentielles.</p> <p>Réponse : Sauf les exigences ayant trait à la capacité et à l'intégrité des systèmes, les exigences énoncées dans le projet sont des normes que les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont appliquées et appliquent actuellement aux marchés reconnus.</p>
10. Entité à but lucratif	<p><u>TraderDirect</u> : Une bourse peut-elle être une entité à but lucratif?</p> <p>Réponse : Oui, une bourse peut être une entité à but lucratif.</p>
11. Exigences quant à l'accès (Norme canadienne 21-101, article 5.1)	<p><u>BT</u> : Le projet n'indique pas pourquoi l'exigence est nécessaire. Toute personne qui demande l'adhésion à une bourse peut demander à la Commission de réviser une décision de refus ou de restriction de l'accès.</p> <p><u>TraderDirect</u> : L'alinéa 5.1b) stipule qu'une bourse reconnue ne doit ni interdire ni restreindre indûment l'accès. Le règlement 2100 de l'ACCOVAM limite actuellement la clientèle d'un intermédiaire entre courtiers sur obligations aux clients approuvés par l'ACCOVAM. Un conflit pourrait surgir entre l'accès libre aux termes du projet et aux termes du règlement de l'ACCOVAM.</p> <p>Réponse : Une bourse a des responsabilités d'autoréglementation et doit assurer que les investisseurs et les participants du marché sont traités équitablement. En général, les exigences d'un OAR peuvent constituer une cause de révision.</p>
12. Règles d'intérêt public et de discipline (Norme canadienne 21-101, articles 5.3 et 5.4)	<p><u>BT</u> : La BT est d'accord sur l'imposition aux bourses de responsabilités explicites d'autoréglementation et de l'obligation de faire appliquer leurs règles. L'incidence de cette disposition risque d'être limitée si la capacité des bourses d'établir des règlements au-delà des règles cadres est restreinte par la nécessité de livrer concurrence aux SNA.</p> <p>Réponse : Une bourse pourra choisir à son gré les règles devant s'ajouter aux règles cadres.</p>
13. Dépôt des règlements (Norme canadienne)	<p><u>BT</u> : La portée étendue de l'exigence de dépôt laisse entrevoir la possibilité que l'application courante des règles des bourses soit assujettie à l'approbation préalable des Commissions. Les bourses sont souvent appelées à interpréter</p>

21-101, article 5.5)	<p>leurs règles telles qu'elles s'appliquent à des cas particuliers de négociation et à accorder des dérogations ponctuelles à celles-ci pour permettre certaines opérations.</p> <p>Réponse : Cette disposition ne vise pas à changer la pratique actuelle. Il convient toutefois de noter que la pratique actuelle pourrait être modifiée par une convention ou un protocole ultérieur (comme le protocole conclu entre la BT et la CVMO au sujet de la surveillance des projets de règles de la BT par la Commission) ou tout protocole de surveillance conclu entre les autorités en valeurs mobilières. La règle sera modifiée pour mentionner les règlements, les règles, les politiques et toute autre norme semblable. Le projet énonce une exigence de dépôt.</p>
14. Dépôt des états financiers annuels (Norme canadienne 21-101, article 5.6)	<p>BT : La BT est d'accord sur l'imposition aux bourses de l'obligation de déposer des états financiers annuels auprès des Commissions qui les ont reconnues.</p> <p>Réponse : Les ACVM ont retenu l'exigence de dépôt d'états financiers annuels par les bourses.</p>
15. Exigences quant à la capacité des systèmes (Norme canadienne 21-101, partie 11)	<p>BT : La BT recommande fortement aux ACVM d'abaisser les seuils permettant d'assujettir les SNA aux règles sur la capacité des systèmes.</p> <p>Réponse : La règle sera révisée de façon à stipuler que tous les SNA seront assujettis aux alinéas a) à e) de l'article 11.1. Les bourses et les SNA d'envergure supérieure (ceux qui atteignent le seuil de 20 %) seront assujettis à toutes les exigences de l'article 11.1 (alinéas a) à g)). Le seuil de 20 % paraît raisonnable. Il ne sera calculé qu'à l'égard du volume des transactions sur tous les marchés canadiens.</p>
B. ANNEXES	
1. ANNEXE 21-101A1 – DEMANDE DE RECONNAISSANCE À TITRE DE BOURSE OU DE SYSTÈME DE COTATION ET DE RAPPORTS D'OPÉRATIONS ET MODIFICATIONS À CETTE DEMANDE	
Questions d'ordre général	<p>BT : Le formulaire prévu à l'annexe 21-101A1 est incroyablement détaillé. Deux préoccupations en résultent. Premièrement, le maintien de l'exactitude des informations fournies sur le formulaire imposera un lourd fardeau administratif aux bourses, notamment parce qu'un formulaire modifié devra être déposé dans les sept jours suivant toute modification. Deuxièmement, le formulaire laisse supposer que les Commissions peuvent considérer toutes les informations y figurant comme soumises à leur surveillance. En particulier, cela agite le spectre de l'obligation d'obtenir l'approbation préalable des Commissions pour la modification de frais ou pour des questions courantes telles les nominations aux comités permanents. Le formulaire devrait être limité aux informations dont les Commissions ont réellement besoin pour s'acquitter de leur responsabilité de surveillance. Si les Commissions estiment que d'autres informations devraient être accessibles au public, il serait plus efficace d'obliger les bourses à en accorder l'accès que d'instaurer une lourde procédure de dépôt et de mise à jour.</p> <p>Réponse : Les informations requises ne limiteraient pas la surveillance de la Commission. Les ACVM ont revu les formulaires prévus à l'annexe et sont d'avis que les informations suivantes devraient être fournies à l'annexe 21-101A1 :</p> <p>Annexe A Annexe B : modification pour énoncer «les règles, politiques et toute autre norme de réglementation» Annexe C Annexe D : suppression du n° 5 (les procédures visant à assurer la</p>

	<p>conformité aux directives d'utilisation du système) et du n° 7 (joindre un exemplaire du guide de l'utilisateur)</p> <p>Annexe E : informations requises seulement si elles ne sont pas par ailleurs fournies à l'annexe B</p> <p>Annexe F : informations requises seulement si elles ne sont pas par ailleurs fournies à l'annexe B</p> <p>Annexe G : informations requises seulement si elles ne sont pas par ailleurs fournies à l'annexe B</p> <p>Annexe H : informations financières prospectives requises dans le cas d'une nouvelle bourse</p> <p>Annexe I</p> <p>Annexe J</p> <p>Annexe K</p> <p>Annexe L : informations requises seulement si elles ne sont pas par ailleurs fournies à l'annexe E</p> <p>Annexe M</p> <p>Annexe N : modification pour inclure une liste des sociétés cotées comprenant celles qui font l'objet d'une suspension des transactions (la liste des sociétés faisant l'objet d'une suspension des transactions devrait être mise à jour lorsqu'une société est rétablie ou radiée de la cote)</p>
<p>2. ANNEXE 21-101A3 – RAPPORT TRIMESTRIEL DU SYSTÈME DE NÉGOCIATION ALTERNATIF</p>	
<p>Questions d'ordre général</p>	<p>Bloomberg : Bloomberg aimerait obtenir la confirmation que ce formulaire exige seulement la déclaration des transactions effectuées au Canada. Bloomberg ne veut transmettre qu'une liste d'adhérents canadiens. Il est noté que la question 3 est identique aux exigences de déclaration imposées par la SEC (commission des valeurs mobilières des États-Unis). Aux États-Unis, Bloomberg est autorisée à répondre à cette question en fournissant à la SEC une liste de tous les titres admissibles à la négociation plutôt qu'une liste des titres précis ayant été négociés.</p> <p>Réponse : Le formulaire prévu à l'annexe 21-101A3 exige la déclaration des transactions effectuées au Canada. Un SNA serait tenu de fournir la liste de tous les adhérents au SNA canadien. Les titres précis négociés sur le SNA (volumes des transactions) devraient être indiqués.</p>
<p>C. CONSOLIDATION DES DONNÉES ET INTÉGRATION DES MARCHÉS</p>	
<p>1. Questions d'ordre général</p>	<p>Institutional Equity Traders Association : L'Association est préoccupée par le niveau de détail avec lequel les ACVM entendent atteindre leurs objectifs projetés de consolidation des données et d'intégration des transactions des marchés. Le nouveau régime de réglementation des marchés existants entraînera manifestement des coûts considérables et créera des obstacles sérieux pour les participants du marché actuels.</p> <p>VSE : La VSE recommande que l'élaboration et la mise en œuvre du plan de consolidation se réalisent en invitant les membres du secteur à prendre part à des consultations plutôt qu'en adressant une demande de proposition à un tiers.</p> <p>Instinet : Instinet recommande fortement de reconsidérer le plan de consolidation. (1) Les répercussions du projet sur les activités existantes des SNA doivent être considérées compte tenu des perfectionnements technologiques que le projet pourrait exiger et du coût de ces perfectionnements. (2) Les activités de démarrage ne devraient pas être exposées à des obstacles technologiques excessifs à l'entrée. (3) L'existence d'un moyen technologique permettant d'exécuter le plan de consolidation est</p>

	<p>considérée comme allant de soi, alors que le résultat escompté pourrait s'avérer irréaliste. (4) La nature de la technologie utilisée par le consolidateur de données et l'intégrateur de marchés a, sur le plan réglementaire, une portée dont le projet ne tient pas compte. (5) Jusqu'à ce que les possibilités technologiques deviennent connues et que le processus de demande de proposition soit achevé, la communication de données à un consolidateur de données ne devrait pas être obligatoire; elle devrait plutôt représenter un élément proposé du système. (6) Le plan de consolidation suppose des changements radicaux dans le mode de traitement des ordres, lesquels changements n'ont pas reçu autant d'attention que d'autres aspects du projet.</p> <p><u>Comité sur les marchés des capitaux de l'ACCOVAM</u>: La proposition d'améliorer la transparence et l'accès des marchés intérieurs pourrait avoir diverses répercussions inattendues et préjudiciables sur les marchés de titres d'emprunt. Les courtiers représentant l'élément moteur clé de ces derniers, le fait d'exiger un accès direct aux marchés risque de les rendre moins disposés à agir comme contrepartistes.</p> <p>Réponse: La demande de proposition énoncera les exigences fonctionnelles et opérationnelles du service du consolidateur. Il sera demandé aux intéressés répondant à la demande de proposition de décrire la technologie envisagée et le modèle qui servira à récupérer les coûts et à générer des recettes. En ce qui concerne le marché des titres à revenu fixe, les intermédiaires entre courtiers sur obligations devront soumettre de l'information dans un but de transparence. Par contre, étant donné la nature du marché des titres à revenu fixe, les intermédiaires entre courtiers sur obligations ne seront pas tenus à l'intégration des marchés.</p>
CONSOLIDATION DE DONNÉES	
<p>2. Informations consolidées des marchés (Norme canadienne 21-101, partie 7)</p>	<p><u>BT</u>: Plutôt que d'imposer le <i>moyen</i> d'atteindre l'objectif, les ACVM devraient simplement exiger que le détail des ordres et des transactions soit accessible à tous les participants du marché. Il devrait incomber aux bourses et aux SNA de s'assurer de l'atteinte de cet objectif, et les ACVM n'auraient à établir des règlements que si les marchés échouaient à cet égard ou excluaient indûment certains marchés du système.</p> <p><u>Groupe de bourses</u>: Le groupe n'est pas d'avis que les ACVM doivent participer à la détermination du moyen par lequel les données seraient mises à la disposition des participants du marché. Une solution élaborée par les marchés serait préférable.</p> <p>Réponse: Le recours à des solutions non obligatoires n'a pas toujours fonctionné et a pris beaucoup plus de temps. Les règles constituent un cadre minimal pour la communication d'informations au consolidateur de données. Ce cadre est nécessaire à l'établissement rapide et efficace du consolidateur.</p>
<p>3. Information prescrite (Norme canadienne 21-101, partie 7)</p>	<p><u>BT</u>: La BT est préoccupée par l'idée que l'information prescrite représente la <i>seule</i> qu'un marché puisse fournir au consolidateur. Le projet devrait être modifié afin de préciser que, bien que le consolidateur ne puisse obliger un marché à fournir des données autres que celles qu'exige la norme canadienne 21-101, rien n'empêche un marché de conclure avec lui un arrangement commercial visant la distribution de données supplémentaires.</p> <p><u>Institutional Equity Traders Association</u>: Les ACVM ne devraient pas prescrire de l'information de manière à empêcher les marchés de conclure avec le</p>

	<p>consolidateur de données des arrangements visant la distribution d'information supplémentaire.</p> <p>Réponse : Les membres des ACVM ont précisé l'information devant obligatoirement être fournie au consolidateur de données. Si de l'information supplémentaire pouvait lui être fournie, le consolidateur de données risquerait d'être submergé d'information excessive dépourvue d'utilité pour les participants. L'efficacité du consolidateur de données en serait amoindrie. Bien entendu, de l'information supplémentaire pourrait être fournie par un marché en particulier.</p>
<p>4. Comité directeur (Plan de consolidation)</p>	<p><u>BT</u> : La BT est préoccupée par la possibilité que le comité directeur fixe des droits pour les données sur le marché et détermine le remboursement aux divers marchés. Les changements dans le secteur des données sur le marché requièrent de la souplesse pour apporter les modifications de prix et de réglementation qu'exigent les nouvelles technologies d'accès des utilisateurs finals.</p> <p><u>Versus</u> : Versus est d'accord sur la proposition d'assujettir le consolidateur de données à la réglementation indépendante d'un comité directeur. Étant donné l'investissement supplémentaire qu'exigera des SNA l'intégration de leurs systèmes à celui du consolidateur de données afin de faciliter la diffusion de listes consolidées auprès du public, il importe qu'un moyen permette de déterminer le remboursement approprié aux marchés, dont les SNA, qui contribuent au système.</p> <p>Réponse : La structure de la présentation de conseils et de recommandations aux ACVM sera éclaircie davantage dans la demande de proposition.</p>
<p>5. Transparence avant les opérations (Norme canadienne 21-101, article 7.1)</p>	<p><u>TraderDirect</u> : Est-ce que CanPX pourrait être un consolidateur de données? Bien que les cinq meilleurs cours acheteurs et vendeurs soient pertinents dans le cas des titres de participation, ils ne le sont pas dans le cas des titres à revenu fixe. La profondeur du marché des titres à revenu fixe n'est pas présentée à l'heure actuelle. Un marché qui présente des ordres à une personne ou à une société doit les transmettre au consolidateur de données. Devrait-il y avoir un seuil de part du marché? Que signifie «présente des ordres à une personne ou à une société»?</p> <p>Réponse : Les ACVM dispenseront les intermédiaires entre courtiers sur obligations dans un but de transparence si l'information est transmise à CanPX au lieu du consolidateur de données. Pour le marché des titres à revenu fixe, les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont exclus de la définition de « marché » mais sont tenus de fournir l'information requise par l'agence de traitement de l'information, dans le format exigé. L'information sera consolidée sans mention de la source.</p>
<p>6. Participation des SNA dans le consolidateur de données</p>	<p><u>BT</u> : Les SNA américains participent au <i>Consolidated Quotation System</i> et à l'<i>Intermarket Trading System</i> par l'entremise de leur OAR, à moins de s'inscrire à titre de bourses. Ils ne participent pas aux recettes tirées de la vente de données mais ne paient pas non plus les coûts d'infrastructure. Si les ACVM adoptaient le modèle que propose la BT quant à la réglementation des SNA au Canada, il leur suffirait d'exiger que les bourses se relient pour consolider les données.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité est en faveur de la participation des SNA aux recettes d'une fonction de consolidation, à la condition que les participants en partagent aussi les responsabilités et les coûts.</p>

	<p>Réponse : Les SNA participeront aux recettes tirées de la vente de données, à condition de partager aussi les coûts du système.</p>
<p>7. Fixation du prix des données</p>	<p><u>VSE</u> : Comme les marchés fournissent les informations au consolidateur de données, la VSE estime que ce dernier devrait leur communiquer leurs données gratuitement.</p> <p>Réponse : Cette question doit être examinée dans le cadre du processus de demande de proposition.</p>
<p>8. Choix du consolidateur de données</p>	<p><u>BT</u> : À l'heure actuelle, les données sur le marché canadien sont diffusées au moyen du <i>High Speed Vendor Feed</i> et du <i>Consolidated Canadian Data Feed</i>. L'utilisation des bases de données existantes signifierait la disponibilité quasi immédiate des listes consolidées, peu importe l'entité agissant comme consolidateur.</p> <p><u>VSE</u> : L'infrastructure existante est bien placée pour remplir les exigences de consolidation des transactions. Si les marchés se relient par l'entremise des bourses, un tiers centralisé ne sera plus nécessaire.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Les bourses, par l'entremise du regroupement des bourses canadiennes (CEG), ont joué un rôle clé efficace dans la consolidation de l'information sur les transactions de toutes les bourses en vue de sa présentation aux investisseurs canadiens et étrangers. Le mandat du regroupement des bourses canadiennes (CEG) consiste à regrouper l'information du marché provenant des bourses et à la distribuer aux fournisseurs. Bien que le consolidateur doive finalement être choisi à la suite d'une demande de proposition, la candidature du regroupement des bourses canadiennes (CEG) paraît logique.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : Le regroupement des bourses canadiennes (CEG) devrait être favorisé à titre de «consolidateur de données». Il joue ce rôle actuellement, et le choix d'une autre entité conduirait à une coûteuse «réinvention de la roue».</p> <p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : L'information prescrite exigeraient des fournisseurs qu'ils constituent une nouvelle liste, s'ajoutant à celle qui est utilisée actuellement.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Le premier critère du choix du consolidateur de données doit se rapporter à l'expertise technique, et le deuxième, à une communication de qualité. La troisième exigence devrait avoir trait à l'indépendance par rapport à d'autres participants personnellement intéressés sur le plan économique à promouvoir une fonction de marché en particulier, tel un SNA. Le Conseil aimerait que le consolidateur de données fonctionne suivant le principe de récupération des coûts majorés, pouvant facturer les informations et les services excédant ceux qui sont proposés.</p> <p>Réponse : Tout intéressé (y compris le regroupement des bourses canadiennes (CEG)) peut répondre à la demande de proposition relative au consolidateur de données et sera considéré. Dans le cadre de la demande de proposition, les membres des ACVM définiront les critères applicables au consolidateur de données, dont l'expertise technique. Une autre exigence importante se rapportera à la façon dont le consolidateur de données entend régler les conflits d'intérêts.</p>

<p>9. Inaccessibilité du consolidateur de données</p>	<p><u>VSE</u> : En cas d'inaccessibilité des systèmes du consolidateur de données, chaque marché devrait poursuivre ses activités de négociation localement. En cas de pannes multiples de ces systèmes, la convention de services devrait pouvoir être résiliée et conclue avec un autre fournisseur.</p> <p>Réponse : En cas d'inaccessibilité du consolidateur de données, chaque marché poursuivrait la négociation localement. Un mécanisme devrait permettre de reconsidérer le choix du consolidateur de données.</p>
<p>10. Profondeur du marché (Norme canadienne 21-101, article 7.1)</p> <p>Question 19 : Est-ce que l'affichage des données devrait inclure le volume pour chacun des cinq meilleurs niveaux de cours acheteur et vendeur pour chaque système participant?</p>	<p><u>BT</u> : L'évolution des marchés pourrait nécessiter un nouvel affichage. Par exemple, si les marchés s'orientent vers la négociation en cents, une bourse ou un SNA pourrait juger nécessaire d'afficher plus que cinq niveaux de cours pour présenter une profondeur significative.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Bloomberg appuie l'affichage de données, y compris le volume pour chacun des cinq meilleurs niveaux de cours acheteur et vendeur pour chaque système participant.</p> <p><u>Goepel McDermid Securities</u> : L'objectif devrait consister à afficher à l'échelon du consolidateur ou de l'intégrateur les cinq meilleurs cours acheteurs et vendeurs, y compris le volume et le nombre d'ordres pour chaque niveau de cours. Chaque SNA doit rester libre de présenter l'étendue d'information qu'il juge conforme aux besoins de ses adhérents.</p> <p><u>Groupe Investors</u> : L'affichage de données ne devrait pas inclure le volume pour chacun des cinq meilleurs niveaux de cours acheteur et vendeur pour chaque système participant. L'information pré-transaction est affichée à la discrétion exclusive du client. Les clients sont propriétaires de leurs ordres. Ce n'est qu'une fois la transaction effectuée que l'information devient publique et affichée à un téléscripneur consolidé.</p> <p><u>VSE</u> : Il n'est pas indiqué clairement si le consolidateur de données doit présenter toute la profondeur du marché pour tous les lieux quant aux cinq meilleurs cours. Par exemple, cinq marchés affichent cinq différents cours acheteurs et cours vendeurs. Chaque marché transmettrait des messages portant sur cinq cours acheteurs et cinq cours vendeurs, avec le total des volumes. Le consolidateur de données diffuserait-il alors 50 messages ou 10 (cinq cours acheteurs et cinq cours vendeurs)? La VSE appuie la diffusion de toutes les informations sur les cours reçues par le consolidateur de données.</p> <p><u>Instinet</u> : Il vaudrait mieux afficher les meilleurs cours acheteur et vendeur et la quantité globale de tous les systèmes fournissant des données au consolidateur de données. Les clients devraient pouvoir décider du degré auquel leurs ordres sont soumis à l'affichage obligatoire.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Le comité appuie cette recommandation. Toutefois, le comité proposerait également d'accorder au consolidateur assez de souplesse pour ajouter de l'information selon l'évolution des marchés.</p> <p><u>Versus</u> : Il devrait s'agir d'une exigence minimale. Sous réserve de cette norme minimale, aucune restriction ne devrait viser l'étendue d'information supplémentaire qu'un marché peut décider de présenter.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : La norme minimale devrait correspondre à l'information actuelle des participants du marché. Sous réserve de cette norme minimale, aucune restriction ne devrait viser l'étendue d'information supplémentaire qu'un marché</p>

	<p>peut décider de présenter.</p> <p>Réponse : Chaque marché devra fournir au consolidateur de données des informations sur les cinq meilleurs niveaux de cours acheteur et vendeur pour chaque titre négocié sur le marché. Les réserves n'ont pas à être présentées. Aucune restriction ne vise l'étendue d'information supplémentaire qu'un marché peut décider de présenter. Le consolidateur de données recueillera toutes les informations et diffusera des listes consolidées sur le marché, y compris le volume total demandé ou offert à chacun des cinq meilleurs niveaux de cours pour chaque titre négocié.</p>
<p>11.Registre distinct en dollars canadiens <i>(Plan de consolidation)</i></p>	<p><u>BT</u> : Le projet n'explique pas pourquoi il serait interdit à un marché de convertir des cours dans un registre tenu en dollars américains. Les bourses négocient certains titres en dollars américains. Le consolidateur de données devrait présenter les ordres et les transactions dans la monnaie utilisée par le marché principal.</p> <p>Réponse : Certains titres cotés au Canada se négocient en dollars américains. Le consolidateur de données pourra les présenter en dollars américains. Le consolidateur de données présentera en dollars canadiens les données recueillies et diffusées à l'égard des titres cotés au Canada et négociés en dollars canadiens. Les informations transmises au consolidateur de données doivent refléter les cours inscrits dans un registre tenu en dollars canadiens, et non des cours convertis à partir d'un registre tenu en dollars américains.</p>
<p>12.Désignation des courtiers</p>	<p><u>Bunting Warburg Dillon Read Inc.</u> : L'omission proposée de la désignation des courtiers à l'égard des transactions mènera à la désinformation, car les courtiers présenteront couramment des ordres ne leur revenant manifestement pas. Le recours au numéro de courtier permet au client d'identifier le courtier qui a conclu la transaction, d'engager une conversation avec lui et de connaître les opérations réellement effectuées sur le titre.</p> <p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : L'omission de ce renseignement réduira la transparence de l'information et la concurrence pour tous les participants du marché. Le numéro de courtier stimule la concurrence sur le marché, car les négociateurs institutionnels peuvent trouver les offres les plus concurrentielles pour la négociation en bloc. L'affichage du numéro de courtier joue aussi un rôle important pour le milieu du courtage canadien au chapitre de la commercialisation et de l'amélioration des affaires.</p> <p>Réponse : Des informations supplémentaires (y compris la désignation des courtiers) pourraient être fournies par un marché en particulier; elles ne devraient cependant pas être transmises au consolidateur de données.</p>
<p>13.Frais de transaction <i>(Norme canadienne 21-101, partie 9)</i></p>	<p><u>BT</u> : Bien qu'il soit admis que les frais de transaction peuvent déterminer si un marché donné offre ou non le meilleur prix, la règle proposée sera difficile à administrer, en particulier pour un marché comme la BT, qui applique un plafond global aux frais de transaction. L'obligation d'afficher les frais dépendra de l'importance d'une transaction, pas nécessairement de celle d'un ordre. Le projet devrait être modifié afin de stipuler que les frais de transaction doivent être affichés dans le cours s'ils dépassent un certain pourcentage de la valeur totale d'une transaction.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité s'oppose vigoureusement à la proposition d'exiger la divulgation des frais de transaction dans les cours acheteurs et vendeurs affichés sur le marché consolidé. Les barèmes de frais établis par les SNA peuvent varier considérablement et être échelonnés en</p>

	<p>fonction de la valeur en dollars ou de la quantité des titres négociés. Une solution pourrait consister à afficher publiquement tous les frais de transaction par l'entremise du consolidateur de données.</p> <p><u>TraderDirect</u> : Le concept de frais par titre acheté ou vendu convient aux titres de participation, mais non aux titres à revenu fixe. Les frais applicables aux titres d'emprunt dépendent du montant en dollars des titres à revenu fixe achetés ou vendus (par exemple 100 \$ par tranche de 1 000 000 \$). La commission diminue à mesure que le volume d'une transaction augmente, de sorte qu'elle ne peut être déterminée avant la conclusion de la transaction.</p> <p><u>Versus</u> : Les «frais de transaction» devraient être définis de manière à exclure la commission demandée par le SNA. Pour le SNA courtier, la commission correspond à des frais négociés de gré à gré, susceptibles de varier selon le client ou les circonstances de négociation. Les commissions peuvent varier, par exemple, en fonction des volumes négociés. Il arrive que l'on renonce entièrement à la commission pour une transaction particulière. En outre, la commission demandée par le SNA courtier représente une information confidentielle, de nature tout à fait délicate. Il devrait appartenir au client d'évaluer la meilleure occasion de négociation qui s'offre à lui, compte tenu du cours de l'ordre affiché publiquement par le consolidateur de données quant au titre ainsi que des frais de transaction supplémentaires divulgués séparément et en privé au client.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : S'il s'agit de frais d'utilisation d'un SNA et si une commission s'ajoute aux frais de transaction, nous admettons que ces «frais de transaction» devraient être présentés. La détermination de la commission relève du client et du courtier.</p> <p>Réponse : Les frais de transaction ne devraient pas inclure la commission demandée. Le projet sera modifié de façon à exiger que chaque marché affiche publiquement, au consolidateur de données, un barème de frais de transaction pour les utilisateurs externes. Chaque système serait tenu de calculer les frais applicables.</p>
INTÉGRATION DES MARCHÉS	
14. Infrastructures existantes	<p><u>Groupe de bourses</u> : Les infrastructures existantes sont bien placées pour remplir les exigences de visibilité et d'exécution efficiente des ordres. Comme tous les marchés seraient efficacement reliés par l'entremise des bourses, un tiers intégrateur centralisé ne serait plus nécessaire.</p> <p>Réponse : Il existe plusieurs options pour la mise en œuvre de l'intégration des marchés. Le choix dépendra du nombre de participants du marché et de l'ampleur des activités générées entre les marchés.</p>
15. Accès	<p><u>BT</u> : Les ACVM devraient imposer l'objectif (exécution au meilleur prix sans transaction hors cours) et laisser les marchés déterminer le meilleur moyen de l'atteindre.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Les ACVM devraient imposer l'objectif et laisser les marchés déterminer le moyen le plus efficient et le plus équitable de l'atteindre.</p> <p><u>TraderDirect</u> : Cette disposition signifie-t-elle que chaque intermédiaire entre courtiers sur obligations serait tenu d'accorder à ses concurrents l'accès aux ordres sur son marché?</p>

	<p>Réponse : Dans le cadre de la phase 1, l'objectif est imposé, et les marchés sont libres de déterminer le meilleur moyen de l'atteindre. Toute modification dans le cadre de la phase 2 dépendra du fonctionnement de l'intégration des marchés pendant la phase 1.</p>
<p>16. Délai imparti aux marchés pour répondre aux ordres</p>	<p>BT : Le projet énonce qu'un marché qui achemine un ordre à un autre marché afin de l'exécuter à un cours plus favorable pourra considérer cet ordre comme «inactif» s'il n'est pas exécuté en trois secondes. Les ACVM ne devraient pas imposer un délai de réponse précis, à moins que les participants au système ne puissent pas convenir d'une vitesse acceptable pour le système. L'établissement de délais de réponse conduira inévitablement à des conflits si les horloges internes des marchés ne sont pas toutes synchronisées. Même si elles étaient synchronisées, tout délai devrait être limité à la période où un ordre se trouve dans le système d'un marché donné. Autrement dit, un marché devrait disposer de trois secondes à compter du moment où il <i>reçoit</i> un ordre pour <i>envoyer</i> un message d'«exécution» ou d'«annulation».</p> <p>Réponse : Il est justifié qu'un marché ayant transmis un ordre s'attende à recevoir une réponse (exécution, annulation) dans un délai inférieur à trois secondes. Le délai de trois secondes représente la limite extrême et n'est pas déraisonnable compte tenu de la technologie actuelle. Les projets de norme et de règles de négociation abordent la question de la synchronisation.</p>
<p>17. Marchés de titres à revenu fixe</p>	<p>Banque du Canada : Comme la plupart des mainteneurs de marché de titres à revenu fixe sont abonnés à tous les systèmes existants de courtiers en titres à revenu fixe intermédiaires, cette disposition visant la consolidation du marché n'augmenterait pas sensiblement, pour le moment, le degré de consolidation du marché actuellement associé aux activités entre courtiers.</p> <p>Comité sur les marchés des capitaux de l'ACCOVAM : La notion de consolidation des divers marchés peut s'opposer à celle du maintien d'un marché de courtier.</p> <p>TraderDirect : Comment le concept de «marché principal» s'appliquerait-il dans le contexte du marché des titres à revenu fixe?</p> <p>Réponse : Vu la structure du marché des titres à revenu fixe, les ACVM ont déterminé que les dispositions relatives à l'intégration des marchés ne s'y appliqueront pas. Les ACVM considèrent qu'une transparence accrue sera bénéfique aux clients même si les clients doivent toujours communiquer directement avec les courtiers pour exécuter leurs transactions. L'information augmentera sûrement leur pouvoir de négociation et leur intérêt à transiger.</p>
<p>18. Négociation pendant les suspensions</p> <p>Question 22 : Devrait-on imposer des restrictions aux SNA lorsqu'une suspension réglementaire est imposée par le marché sur lequel un titre est inscrit ou coté? Quelle est l'importance si la</p>	<p>BT : Les SNA ne devraient pas être autorisés à négocier un titre si le marché principal suspend les transactions pour un motif réglementaire (ils devraient être autorisés à le faire si le marché est fermé à cause de problèmes liés aux systèmes).</p> <p>Groupe de bourses : Les SNA ne devraient pas être autorisés à négocier si le marché principal suspend les transactions sur un titre pour un motif réglementaire.</p> <p>Goepel McDermid Securities : Les protocoles suivants devraient s'appliquer aux suspensions de transactions : (i) toutes les transactions sont suspendues à l'échelle du système à la demande d'un émetteur assujetti ou d'une autre partie ayant de l'information importante à diffuser; (ii) toutes les transactions sont</p>

<p>suspension est imposée par un système de cotation et de rapports d'opérations reconnu?</p>	<p>suspendues si un OAR établi impose une suspension réglementaire conformément à des critères bien définis; (iii) toute suspension n'appartenant pas à l'une des catégories susmentionnées ne toucherait que le ou les SNA ayant décidé de l'imposer.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Si une suspension réglementaire est imposée par le marché sur lequel le titre est inscrit ou coté, les SNA devraient s'y conformer.</p> <p><u>Groupe Investors</u> : Si une suspension des transactions est imposée par tout marché sur lequel un titre est négocié (par exemple en attendant la diffusion d'information), les transactions devraient être suspendues sur tous les autres systèmes de négociation également.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Un SNA ne devrait pas être autorisé à négocier un titre faisant l'objet d'une suspension réglementaire sur le marché principal.</p> <p><u>Versus</u> : Si une suspension des transactions sur un titre est imposée par le marché principal, les SNA ne devraient pas négocier ce titre jusqu'à la levée de la suspension.</p> <p><u>Instinet</u> : L'agent responsable devrait être doté d'une fonction de messagerie électronique qu'il pourrait mettre en œuvre unilatéralement afin de communiquer automatiquement les messages appropriés aux utilisateurs de SNA. L'intervention devrait se rapporter aux suspensions pour diffusion d'information.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Si le marché principal impose une suspension des transactions, les SNA ne devraient pas négocier le titre jusqu'à la levée de la suspension.</p> <p>Réponse : Les SNA ne devraient pas être autorisés à négocier si le marché principal suspend les transactions sur un titre pour un motif réglementaire.</p>
<p>19.Phase 1 : Intégration du marché principal</p>	<p><u>Versus</u> : Versus craint que les bourses ne retardent la mise en œuvre des travaux techniques que requiert la phase 1 du projet. Elle suggère que l'application des aspects du projet portant sur l'intégration du fonctionnement des marchés ne puisse pas être imposée aux SNA tant qu'elle ne pourra pas également l'être aux bourses. S'il semble que la mise en œuvre de la phase 1 sera indûment retardée en raison d'exigences techniques, Versus suggère que la phase 1 soit mise en œuvre en deux étapes. La première étape comporterait l'intégration des marchés avec le consolidateur de données et l'instauration des règles sur les opérations proposées. La deuxième étape comporterait l'intégration des marchés des SNA et des bourses.</p> <p>Réponse : Pendant la phase 1, les systèmes disposant de la technologie nécessaire n'auront pas à attendre ceux qui n'en sont pas dotés. Un SNA pourra procéder même si d'autres marchés connaissent des difficultés techniques.</p>
<p>20.Phase 2 : Intégration globale</p>	<p><u>Versus</u> : Versus estime que, une fois la phase 1 mise en œuvre, les participants du marché devraient de nouveau pouvoir commenter les détails précis de la phase 2.</p> <p>Réponse : Il est prévu qu'un comité consultatif sera établi et que d'autres consultations auront lieu avant la phase 2. La décision définitive relèvera des membres des ACVM.</p>

<p>21.Mise en œuvre progressive</p>	<p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité appuie la démarche en deux étapes. Relativement à la phase 2, les ACVM devraient imposer la fin mais non les moyens de parvenir à l'intégration complète de l'acheminement des ordres. Comme les forces du marché devraient se traduire par l'élaboration et l'adoption de la méthode d'intégration la plus efficace, l'entité n'est pas en faveur du processus de demande de proposition qui, finalement, accorderait le monopole de la prestation des services d'acheminement des ordres au Canada.</p> <p><u>VSE</u> : La VSE appuie la démarche progressive. Si celle-ci est mise en œuvre correctement, tous les marchés seront interconnectés par l'entremise des bourses, éliminant le besoin d'un tiers. Il incomberait aux bourses d'assurer que les liens entre les marchés fonctionnent et sont utilisés d'une manière propre à protéger les intérêts des investisseurs.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Le comité estime que les liens complexes du système proposé d'acheminement des ordres sont destinés à promouvoir un registre central d'ordres à cours limité. La principale source d'inquiétude tient au fait que la phase 2 nuirait à la capacité concurrentielle du marché intérieur. Il est délicat et très difficile en pratique d'essayer d'intégrer différents systèmes de négociation accordant l'accès selon des règles de priorité fondées sur les prix et le temps, dotés de différentes technologies de négociation. Le comité est aussi préoccupé par les coûts du système qui seront récupérés au moyen de frais d'accès aux systèmes de négociation. L'intégration obligatoire selon la phase 2 pourrait s'avérer en grande partie inutile, car elle se produira naturellement.</p> <p><u>Versus</u> : Versus appuie la mise en œuvre progressive. Elle admet qu'il vaut mieux exécuter la première phase du projet que de reporter l'intégration des marchés jusqu'à ce que tous les aspects techniques en soient mis en œuvre.</p> <p><u>Banque du Canada</u> : En l'absence de marché principal existant pour les titres à revenu fixe, la mise en œuvre du plan de consolidation semble obscure.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Le comité recommande que les ACVM stipulent des dates limites, plutôt qu'une démarche «en convoi», où nous devons attendre que chacun soit prêt.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : La méthode progressive est la plus pratique pour amorcer le processus. Idéalement, la mise en œuvre devrait débiter le plus tôt possible. Les ACVM devraient être appelées à superviser la mise en œuvre progressive. Un groupe consultatif devra diriger le processus, sans quoi celui-ci pourrait facilement s'enliser dans les détails.</p> <p>Réponse : La démarche progressive décrite dans le plan de consolidation a été élaborée afin de permettre aux marchés de procéder sans attendre que chaque marché soit prêt. L'intégration progressive laisse entrevoir la possibilité que la phase 2 s'avère inutile. Une dispense pourrait être accordée à l'égard du marché des titres à revenu fixe s'il n'existe aucun marché principal.</p>
<p>22.Négociation après les heures d'ouverture</p>	<p><u>BT</u> : La BT ne croit pas qu'il faudrait restreindre les SNA à transiger après les heures d'ouverture du marché principal dans la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture. La négociation effectuée par les SNA pendant la période de pré-ouverture rendra le processus d'ouverture plus difficile, car les ordres changeront constamment compte tenu des transactions</p>

<p>Question 17 : Devrait-on permettre aux SNA d'effectuer des opérations après les heures d'ouverture du marché principal, ou faudrait-il les obliger à s'en tenir aux heures d'ouverture normale de ce marché? Si les bourses étendent la négociation en soirée, est-ce que cela devrait changer?</p>	<p>en cause. La situation est toutefois inévitable. Si les SNA recueillent un flux d'ordres important parce qu'ils effectuent des opérations avant ou après les heures d'ouverture du marché principal, ce dernier devra sérieusement envisager d'étendre ses propres heures d'ouverture afin d'égaliser les SNA.</p>
<p>Question 18 : Les SNA devraient-ils exercer leurs activités pendant la période de pré-ouverture du marché principal, ou faudrait-il établir une période d'inactivité tant que le marché principal n'est pas ouvert pour négociation?</p>	<p><u>Groupe de bourses</u> : La négociation après les heures d'ouverture peut être acceptable si la liquidité suffit pour assurer un marché équitable, ce qui n'est pas toujours le cas du marché des titres de petites entreprises.</p> <p><u>Goepel McDermid Securities</u> : Un SNA devrait pouvoir fixer librement ses heures d'ouverture, comme devrait le pouvoir n'importe quelle bourse; de plus, pour inciter les SNA à innover, ceux-ci devraient se voir accorder le plus de souplesse possible sur le plan de l'exploitation. Les ACVM devraient adopter à l'échelle du système une politique fixant deux périodes d'inactivité (par exemple de 17 h à 18 h et de 8 h à 9 h), périodes prédéterminées pour la divulgation de l'information importante, permettant en outre des points de référence standard pour l'évaluation.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité appuie la négociation par l'entremise de SNA à un cours différent du cours de clôture. La négociation après les heures d'ouverture exigerait qu'à la fois les fonctions de consolidation des données et d'intégration des marchés soient opérationnelles même si le registre du marché principal ne fait pas l'objet d'une négociation active.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Bloomberg ne voit aucune raison d'interdire aux SNA d'exercer leurs activités après les heures d'ouverture des bourses. À son avis, la négociation devrait se poursuivre pendant la période de pré-ouverture du marché principal, et l'information relative au registre des transactions des SNA devrait être intégrée à cette procédure.</p> <p><u>Groupe Investors</u> : Les SNA devraient être autorisés à effectuer des opérations à l'extérieur de la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture du marché principal afin d'offrir plus de choix aux investisseurs.</p> <p><u>Instinet</u> : Tous les courtiers, tant électroniques que traditionnels, devraient pouvoir effectuer des opérations à l'extérieur de la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture, pourvu que l'information s'y rapportant soit accessible au public. Aucune restriction ne devrait viser la négociation pendant la période de pré-ouverture.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Le comité recommande d'autoriser les SNA à effectuer des opérations à l'extérieur de la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture des marchés principaux.</p> <p><u>Versus</u> : Les SNA devraient être autorisés à effectuer des opérations à l'extérieur de la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture du marché principal. Les SNA devraient être autorisés à exercer des activités pendant la période de pré-ouverture du marché principal.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Un SNA devrait être autorisé à effectuer des opérations à l'extérieur de la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture du marché principal. Un SNA devrait pouvoir fixer à son gré ses heures d'ouverture, comme devraient le pouvoir les bourses.</p>
	<p>Réponse : Les SNA devraient être autorisés à effectuer des opérations à</p>

		<p>l'extérieur de la fourchette des cours acheteur et vendeur publiés à la fermeture du marché principal. Les SNA devraient être autorisés à exercer des activités pendant la période de pré-ouverture.</p>
23. Protocole STAMP		<p><u>VSE</u> : Le plan mentionne le protocole de transaction STAMP utilisé au Canada et propose que le comité directeur détermine le protocole de transaction. Le protocole international FIX ne devrait pas être expressément exclu. Il existe des convertisseurs du protocole FIX au protocole STAMP. La VSE recommande qu'un comité du secteur, plutôt que le consolidateur de données, détermine les protocoles de transaction.</p> <p>Réponse : Le plan de consolidation mentionne le protocole STAMP parce qu'il s'agit du protocole standard actuellement utilisé. Le protocole FIX n'est pas expressément exclu.</p>
24. Horodateurs		<p><u>VSE</u> : Le plan exige des horodateurs pour inscrire des secondes. Comme de multiples transactions peuvent survenir en une seconde, la « transaction au cours d'une seconde » devrait être définie davantage pour permettre d'inscrire, peut-être, jusqu'à 1 000 transactions.</p> <p>Réponse : Un horodateur inscrivant des durées plus courtes que des secondes pourrait s'avérer nécessaire. La question sera considérée dans le contexte de la demande de proposition.</p>
25. Règles sur l'« accès équitable »		<p><u>Bloomberg</u> : Le projet prévoit que les meilleurs cours acheteurs et vendeurs de chaque SNA doivent être accessibles aux autres participants du marché, qu'ils participent ou non au SNA. Les règles sur l'accès équitable devraient permettre à un SNA de limiter l'accès aux participants du marché qui remplissent certaines exigences en matière de solvabilité. Il serait rassurant de voir les ACVM exiger que tous les fournisseurs de SNA établissent et appliquent des exigences de solvabilité respectant des normes minimales.</p> <p>Réponse : Il n'est pas nécessaire de limiter l'accès aux participants du marché qui remplissent certaines exigences en matière de solvabilité, puisque le SNA (courtier) serait un membre de l'ACCOVAM assujéti à toutes les exigences à ce chapitre.</p>
26. Surveillance pré-transaction		<p><u>VSE</u> : Les SNA qui n'optent pas pour l'adhésion à une bourse ne sont pas expressément tenus d'instaurer un processus de facilitation pré-transaction. Si les SNA confient la facilitation pré-transaction aux bourses, une disposition devrait exiger que chaque SNA transmette à la bourse toutes les données sur les ordres.</p> <p>Réponse : Aucune exigence ne porte sur la surveillance pré-transaction. Une bourse peut assurer la surveillance et l'application de n'importe quelle manière; elle ne peut cependant pas imposer d'exigences aux marchés qu'elle surveille. La surveillance et l'application auront lieu après la transaction dans le cas des autres marchés.</p>
27. Fonctions d'intégration des marchés		<p><u>VSE</u> : Il est mentionné que les fonctions d'intégration des marchés pourraient être exécutées par le consolidateur de données. La combinaison de ces deux fonctions expose la structure du marché des capitaux canadien à un risque excessif. L'objectif d'utiliser l'infrastructure existante, qui entraînerait la répartition des charges de travail entre de multiples systèmes, supporte mieux les pannes de systèmes pouvant se révéler désastreuses dans un modèle centralisé.</p> <p>Réponse : Il existe plusieurs options pour la mise en œuvre de la phase 2 de l'intégration. Selon l'une des options envisagées dans le projet, un seul intégrateur-consolidateur pourrait assurer l'interconnexion de tous</p>

	<p>les marchés. La solution dépendra du nombre de participants du marché consolidé et de l'ampleur des activités générées entre les marchés.</p>
<p>D. NORME CANADIENNE 23-101 LES RÈGLES DE NÉGOCIATION</p>	
<p>1. Questions d'ordre général</p>	<p>BT : Comme les SNA ne seront pas tenus d'adhérer à un OAR réglementant les marchés, ils ne seront assujettis qu'aux règles cadres des ACVM sur les opérations. De plus, le projet n'indique pas qui se chargera des lacunes qui ne manqueront pas de se manifester; les ACVM constituent le seul organisme capable d'assumer cette responsabilité. Il est suggéré que les ACVM autorisent les bourses à formuler des interprétations et à accorder des dispenses, comme à l'heure actuelle. Les bourses présenteraient aux Commissions des rapports périodiques sur les interprétations formulées et les dispenses accordées.</p> <p>Nesbitt Burns : L'entité est surprise des règles sur les opérations proposées, qui paraissent déborder le contexte de la proposition dans la mesure où le sujet central était l'introduction de SNA sur le marché canadien. Elle est préoccupée par l'intention de ces modifications de règles proposées, dont la mise en œuvre totale ou partielle, à son avis, pousserait la liquidité vers les marchés étrangers.</p> <p>Marchés mondiaux CIBC inc. : Les normes n'abordent pas la question des autres règles sur les opérations promulguées et surveillées par les bourses à l'heure actuelle. L'entité estime que la portée des règles cadres est trop minime et que d'autres règles existantes devraient viser tous les marchés. Elle recommande fortement aux ACVM d'étudier les diverses règles existantes sur les opérations et de préciser lesquelles s'appliqueraient à tous les marchés, la façon d'en assurer la surveillance et l'application de même que le titulaire de telles fonctions d'application et de surveillance.</p> <p>Institutional Equity Traders Association : Les règles sur les opérations vont trop loin. Elles sont peu justifiées, et certaines nuiraient considérablement à l'ensemble du marché et imposeraient un fardeau aux participants.</p> <p>VSE : Le fait de ne pas appliquer le même cadre réglementaire plus large sur les opérations à tous les marchés où un titre se négocie susciterait une course au plus petit dénominateur commun. En général, les règles proposées, sauf la règle sur la vente à découvert, semblent avoir été élaborées à l'égard du marché des titres de grandes entreprises.</p> <p>Comité de l'ACCOVAM : Des règles sont proposées afin de régler des problèmes qui pourraient ne pas se poser, et il manque de preuves concrètes quant à certaines des restrictions que les ACVM souhaitent imposer aux SNA. Des inquiétudes ont aussi été exprimées au sujet de la possibilité que les règles sur les opérations et les restrictions imposées aux SNA encouragent les participants du marché à diriger les ordres vers les marchés américains, portant ainsi atteinte à la liquidité du marché intérieur.</p> <p>Réponse : Les règles cadres établissent des règles communes fondamentales sur les opérations que les membres des ACVM jugent nécessaires. Les règles sur les opérations n'interdisent pas à un marché d'instaurer des règles supplémentaires à l'intention de son propre marché. Il est prévu qu'un bourse (ou «mandataire approuvé») prendra des décisions préliminaires concernant les règles sur les opérations sans avoir à obtenir l'accord des ACVM. Par ailleurs, chaque bourse peut continuer à accorder des dispenses en fonction de ses propres règles. L'octroi de dispenses à l'égard des dispositions de la norme canadienne 23-101 relève des ACVM.</p>

<p>2. Règle contre la manipulation (Norme canadienne 23-101, article 2.1)</p>	<p><u>BT</u> : La BT appuie la règle. L'instruction complémentaire devrait être révisée de façon à préciser que le passage d'un ordre d'achat et de vente peut constituer de la manipulation même si aucune transaction n'en résulte. La dernière phrase de l'alinéa 3 du paragraphe 2.1(4) de l'instruction complémentaire devrait aussi être modifiée. Elle porte sur les offres d'achat ou de vente effectuées afin de «faire monter le prix pour attirer d'autres opérations sur les titres et ainsi susciter une demande». Cette activité ne constitue de la manipulation que si elle vise l'achat ou la vente des titres à un prix artificiel. Il est parfaitement légitime pour un acheteur ou un vendeur de resserrer un marché en vue d'attirer des contreparties non disposées à négocier aux cours acheteurs ou vendeurs courants. La formulation de l'article laisse entendre que cette activité peut constituer de la manipulation.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Les bourses appuient la règle.</p> <p>Réponse : Les ACVM ne croient pas nécessaire de modifier la règle. L'article 2.1 de la norme canadienne 23-101 stipule qu'une personne ou une société commet une infraction si elle procède, notamment, à une opération qui crée un prix artificiel pour un titre. Il est donc clair que le passage d'un ordre d'achat et de vente peut constituer de la manipulation même si aucune transaction n'en résulte. En outre, les ACVM ne croient pas nécessaire de modifier l'instruction complémentaire de la manière suggérée, puisque la règle précise que l'activité ne constitue de la manipulation que si une opération crée un prix artificiel pour un titre.</p>
<p>3. Restrictions sur le plafonnement et la stabilisation (Norme canadienne 23-101, article 2.3)</p>	<p><u>BT</u> : La règle proposée est trop restrictive, ne peut être surveillée adéquatement et est inutile compte tenu de la règle générale contre la manipulation. Son adoption nuira sensiblement à la liquidité sur le marché des options. Plutôt que d'adopter une règle distincte sur le plafonnement et la stabilisation, il conviendrait de modifier l'alinéa 3 du paragraphe 2.1(4) de l'instruction complémentaire 23-101 pour inclure l'activité de négociation recourant à la manipulation destinée à augmenter la valeur d'une position en produits dérivés.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : La règle est inutile compte tenu de la règle contre la manipulation. Elle est trop restrictive, et son application, peu réaliste. De plus, elle nuirait à la liquidité sur le marché des options.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité s'oppose vivement aux dispositions proposées à l'égard du plafonnement et de la stabilisation, qui, à son avis, vont à l'encontre des pratiques de couverture courantes actuelles des vendeurs d'options. L'adoption de ces règles rendrait très difficile la couverture d'options vendues. Les ACVM, aux termes des propositions, semblent avoir pour objectif d'empêcher les vendeurs d'options de manipuler le prix de titres sous-jacents afin de mettre les options «en dehors du cours». Les articles 2.1 et 2.2 englobent adéquatement cet objectif.</p> <p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : L'Association n'appuie pas les règles proposées sur le plafonnement et la stabilisation, les jugeant trop restrictives. L'activité de négociation recourant à la manipulation, qui vise l'expiration d'une option en dehors du cours, ne devrait pas être permise; elle est toutefois comprise dans la règle générale sur la manipulation des prix. Une restriction générale contre le plafonnement et la stabilisation empêcherait une personne ou une société ayant vendu à la fois une option de vente et une option d'achat de la même catégorie de titres de couvrir des positions à l'égard de ces titres. Les courtiers exerçant des activités sur le marché des produits dérivés</p>

	<p>institutionnels s'en retireraient probablement, mettant fin, en fait, au marché canadien des options et dirigeant ainsi la liquidité vers les marchés américains concurrents.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Cette règle est inapplicable et nuit à la liquidité des marchés. Il est difficile de voir comment elle serait surveillée et appliquée. L'intention pourrait être réalisée adéquatement par les règles sur la manipulation.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Outre que son application serait difficile à surveiller, une règle orientée vers la manipulation risque de nuire au développement du marché canadien des produits dérivés. Une étude plus approfondie s'impose.</p> <p>Réponse : Cette règle sera supprimée, puisque l'activité visée par la restriction pourrait être comprise dans la règle générale contre la manipulation. L'instruction complémentaire sera modifiée pour inclure, à titre d'exemple, l'activité de négociation recourant à la manipulation destinée à augmenter la valeur d'une position en produits dérivés (alinéa 3 du paragraphe 2.1(4)).</p>
<p>4. Vente à découvert (Norme canadienne 23-101, article 3.1)</p>	<p><u>BT</u> : La BT recommande fortement aux ACVM d'instaurer une règle de l'«écart zéro» plutôt que de l'«écart zéro plus». La règle actuelle de la BT est en vigueur, et le marché n'a subi aucun préjudice. Chaque bourse pourrait adopter une règle plus rigoureuse si elle le jugeait nécessaire en raison de la nature des titres qu'elle négocie. En outre, plusieurs dispenses de la règle de la BT sur la vente à découvert devraient être incluses. Elles portent sur des transactions où les risques de manipulation du prix au moyen de ventes à découvert sont minimes ou nuls ou sur des transactions nécessaires à l'exercice des fonctions des mainteneurs de marché.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : La règle actuelle de la BT sur la vente à découvert est plus souple (plusieurs dispenses sont prévues) et permet les transactions au dernier prix de vente, même s'il s'agit d'un cours inférieur. La BT a conclu que cette règle n'avait causé aucun préjudice au public, et elle confère un avantage concurrentiel aux marchés canadiens d'actions, contribuant ainsi à la liquidité. Le comité appuie la règle de la BT sur la vente à découvert.</p> <p><u>Banque du Canada</u> : Un courtier exerçant des activités sur les marchés de titres à revenu fixe vend à découvert un titre qui ne lui appartient pas en exécutant une transaction parallèle sur le marché des rachats. Lorsque vient le temps de livrer le titre qui ne lui appartient pas, le courtier conclut une opération de rachat avec un autre courtier ou avec un client. Les vendeurs à découvert sur le marché des titres à revenu fixe se composent presque exclusivement de courtiers. La limitation de la capacité des courtiers de vendre à découvert risque de réduire la liquidité sur le marché, puisque les activités de tenue de marché dépendent de leur capacité de maintenir des marchés sur des titres, de couvrir des stocks non désirés ou de financer de telles positions.</p> <p><u>Bunting Warburg Dillon Read Inc.</u> : Si les règles sur la vente à découvert étaient appliquées, la BT perdrait une importante source de liquidité. L'adoption d'une règle de l'«écart de zéro plus» désavantagerait la vente à découvert au Canada au profit des États-Unis.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité appuie la position exprimée par la BT et le comité de l'ACCOVAM.</p>

	<p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : La règle proposée sur la vente à découvert est trop restrictive. La règle de l'«écart de zéro moins» préserve la stabilité du marché, favorise les affaires et crée de la liquidité. La règle moins restrictive et plus répandue de l'«écart de zéro moins» devrait être maintenue afin de promouvoir la liquidité sur les marchés d'actions et de produits dérivés. Les dispenses actuelles de la BT à l'égard de la règle sur la vente à découvert devraient être reconnues et incluses dans la règle proposée.</p> <p><u>VSE</u> : La VSE constate avec plaisir que les ACVM projettent l'adoption de sa règle exigeant que les ventes à découvert soient négociées à un cours supérieur afin d'assurer que toute vente à découvert a lieu sur un marché en hausse. La situation serait conforme à celle de tous les marchés américains. Le soutien et la promotion d'une petite entreprise à risque sont souvent assurés par des particuliers liés à celle-ci, et le fait de permettre la vente à découvert autrement que sur un marché en hausse risque de causer des difficultés financières excessives à une entreprise prometteuse.</p> <p><u>Comité sur les marchés des capitaux de l'ACCOVAM</u> : La vente à découvert est plus essentielle au bon fonctionnement des marchés de titres d'emprunt qu'à celui des marchés d'actions.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Actuellement, au Canada, des actions peuvent être vendues à découvert à un prix au moins égal au dernier prix de vente d'un lot régulier affiché par le consolidateur de données. L'application de la règle du «cours supérieur» réduirait sensiblement les activités d'arbitrage et le développement du marché des contrats à terme et des options.</p> <p>Réponse : Les ACVM se proposent de modifier la règle sur la vente à découvert pour instaurer une règle de l'«écart de zéro». Chaque marché est autorisé à instaurer une règle plus rigoureuse.</p>
<p>5. Devancement de transaction (Norme canadienne 23-101, article 4.1)</p>	<p><u>BT</u> : La BT admet qu'il faut interdire aux participants du marché de profiter d'informations fournies par un client en concluant des opérations alors qu'ils sont au courant d'une transaction importante imminente sur un titre. L'application de la règle deviendra cependant assez complexe dans certains cas. Il est suggéré de formuler la règle comme la règle actuelle de la BT. Si l'analyse des ACVM soulève des questions que celles-ci ne croient pas visées par la règle, il est recommandé que les ACVM soumettent ces questions aux OAR et sollicitent leurs commentaires.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Ces questions sont complexes; il est recommandé de ne pas instaurer les règles. Les questions devraient être soumises aux OAR pour recommandation.</p> <p><u>Banque du Canada</u> : Comment les dispositions sur le devancement de transaction influencent-elles les pratiques de négociation de titres à revenu fixe? Comme les courtiers ont la connaissance exclusive de leur propre flux d'ordres, ils devancent toujours par essence les autres courtiers lorsqu'ils rééquilibrent leur stock par voie de transaction entre courtiers. Toutefois, les courtiers le savent et négocient l'un avec l'autre en toute connaissance de cause. Il n'est pas indiqué clairement si le devancement de transaction doit survenir sur un marché. Pour respecter les règles proposées, les courtiers devront vraisemblablement révéler leur flux d'ordres exclusif aux participants du marché entre courtiers s'ils veulent conclure des opérations sur celui-ci. La liquidité que les courtiers offrent à leurs clients en subirait probablement des conséquences défavorables.</p>

	<p>Réponse : La règle sera retenue telle qu'elle a été proposée. L'intention consiste à interdire aux participants du marché de conclure des opérations en ayant connaissance d'une transaction imminente.</p>
<p>6. Transaction précédant des rapports de recherche (Norme canadienne 23-101, article 4.1)</p>	<p><u>BT</u> : Comme le devancement de transaction, cette question est complexe et pleine de zones grises, étant donné les relations étroites existant entre le service de recherche et les pupitres de négociation de nombreuses firmes. La BT et les autres OAR canadiens ont formé un comité sur les normes applicables aux analystes, qui étudiera notamment des normes relatives aux procédures de supervision et de conformité à l'intention des analystes. Il est suggéré de charger ce comité de formuler une recommandation à ce sujet.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : La question des transactions précédant les rapports de recherche est très complexe et suppose une discussion et une analyse des relations et du «mur du silence» existant entre le parquet et le personnel de recherche. Cette question devrait être abordée séparément afin que toutes les personnes visées par les règles puissent se prononcer.</p> <p>Réponse : Cette règle sera reportée, d'autres comités étudiant actuellement la question (comité consultatif de la BT).</p>
<p>7. Opérations d'initiés sur des titres d'émetteurs étrangers non assujettis (Norme canadienne 23-101, article 4.2)</p>	<p><u>BT</u> : La BT est d'accord sur la règle proposée, quoiqu'il convienne de noter que celle-ci ne touchera pas son marché.</p> <p>Réponse : Cette règle sera retenue.</p>
<p>8. Exécution au meilleur prix (Norme canadienne 23-101, article 5.1)</p>	<p><u>BT</u> : Bien que la BT admette en principe que les participants du marché tiennent compte des marchés à l'extérieur du Canada pour déterminer si un meilleur prix existe, l'adoption d'une telle exigence pourrait désavantager les marchés canadiens sur le plan de la concurrence. La BT recommande fortement aux ACVM de travailler avec la SEC afin de définir une obligation uniforme d'exécution au meilleur prix à l'intention des courtiers américains et canadiens. La BT ne comprend pas l'énoncé figurant dans l'instruction complémentaire selon lequel un participant du marché devrait avoir un système de gestion des ordres ayant la capacité d'offrir des meilleurs prix.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Les ACVM devraient travailler avec la SEC afin de définir une obligation d'exécution au meilleur prix à l'intention des courtiers américains et canadiens.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité appuie les règles sur l'exécution au meilleur prix.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : La règle sur l'exécution au meilleur prix exigerait que les participants du marché consacrent des efforts raisonnables pour assurer que le client reçoit le meilleur prix disponible pour l'achat ou la vente de titres. Le comité appuie cette interprétation de la règle sur l'exécution au meilleur prix et croit qu'il devrait s'agir d'un élément central clé pour les agents responsables des marchés. La règle sur l'exécution au meilleur prix ne devrait pas inclure les marchés étrangers quant aux titres canadiens intercotés pour le moment en raison des difficultés pratiques que pose sa mise en application.</p> <p><u>Versus</u> : Versus suggère de formuler clairement comment ces règles devront être respectées durant la phase 1, lorsque les SNA seront sur le marché,</p>

	<p>intégrés avec les marchés principaux des bourses, mais non l'un avec l'autre. Si l'ordre au meilleur prix affiché par le consolidateur de données se trouve sur le système SNA2 alors que le système SNA1 est prêt à procéder à un jumelage à un moindre prix, le système SNA1 doit-il renoncer au jumelage au moindre prix en raison des règles sur les transactions hors cours imposées au participant du marché? Les règles devraient s'appliquer également à tous les marchés, et la définition de «participant du marché» devrait s'étendre à tous les courtiers, y compris ceux qui ne sont pas membres d'une bourse.</p> <p>Réponse : Cette règle sera retenue. Il faut souligner que la règle sur l'exécution au meilleur prix n'oblige pas à tenir compte expressément des marchés étrangers. Dans l'instruction complémentaire (paragraphe 5.1(1)), les ACVM ont indiqué que, en consacrant des efforts raisonnables, un participant du marché devrait se demander s'il convient, dans la situation particulière, de tenir compte des marchés à l'extérieur du Canada.</p>
<p>9. Opérations croisées (Norme canadienne 23-101, paragraphe 6.1(1))</p>	<p><u>BT</u> : La règle sur les opérations croisées vise à récompenser les participants du marché qui affichent les ordres publiquement. Toutefois, elle risque, à tout le moins, de diriger le marché des blocs de titres intercotés vers les États-Unis. Bien que, en théorie, les bourses américaines interdisent les opérations croisées, les règles de la NYSE (bourse de New York) accordent la priorité aux ordres plus importants qui permettent d'exécuter entièrement un ordre déclaré. Même si les transactions en bloc ne migrent pas vers les États-Unis, la règle s'avérerait inefficace si la négociation devait se faire au cent près, car un négociateur exécutant une opération croisée n'aurait qu'à améliorer le prix d'un cent pour éviter le registre consolidé. La BT recommande une règle sur l'exposition des ordres similaire à celle de la BT ou à celle de la SEC. Les participants du marché seraient tenus d'afficher les ordres.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : La règle proposée, dont l'instauration serait trop coûteuse, est trop rigoureuse et risque de s'avérer inefficace.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité appuie les positions exprimées par la BT et le comité de l'ACCOVAM.</p> <p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : La règle sur les ordres de compensation vise à récompenser les participants qui affichent leurs ordres publiquement. Les règles proposées n'assurent cependant pas l'existence ou l'établissement d'un registre central d'ordres à cours limité. Par exemple, aux États-Unis, la règle sur les opérations croisées à la NYSE a poussé la liquidité vers les bourses régionales, entraînant la fragmentation du marché. De plus, l'obligation pour les bourses et les SNA de s'assurer que les ordres sur d'autres marchés sont exécutés avant l'exécution d'opérations croisées sur leurs marchés imposera des coûts élevés et de lourds fardeaux à l'égard des transactions sur tout le marché. Les coûts associés à la règle sur les ordres de compensation ne seraient pas contrebalancés par un effet favorable quel qu'il soit sur le mécanisme de révélation des cours sur le marché.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Cette règle, qui tente d'établir le «temps» à titre de règle de priorité secondaire universelle, est beaucoup plus restrictive qu'aux États-Unis. Les règles de la NYSE permettent les ordres plus importants correspondant au marché. En outre, les opérations croisées peuvent être assez aisément exécutées sur des bourses régionales. L'imposition de cette règle risque de porter atteinte à la liquidité sur le marché canadien, car elle pourrait diriger un flux d'ordres vers les bourses américaines. La règle pourrait aussi être évitée en qualifiant l'ordre de «tout ou rien». Le comité croit que cette</p>

	<p>règle, dont l'instauration sera coûteuse, revêtira peu d'importance pour les investisseurs sur les marchés qui se tournent vers des cours exprimés en nombre décimal, tant que l'intégrité des dispositions visant l'exécution au meilleur prix, la transparence et l'accès équitable est préservée.</p> <p><u>Bunting Warburg Dillon Read Inc.</u> : Cette règle désavantagerait nos propres clients, car nous serions tenus d'exécuter les ordres existants aux cours indiqués. Les nouvelles règles obligerait les courtiers à réaliser l'intention des marchés, sans attendre que l'acheteur ou le vendeur ultime se présente au courtier effectuant l'opération croisée qui est disposé à courir un risque pour son client. Cette règle minera l'intention déclarée de ramener les activités au Canada, lesquelles seront perdues au profit d'autres bourses.</p> <p>Réponse : Cette règle sera supprimée. Une règle sur le traitement des ordres sera proposée comme solution de rechange à la règle sur les opérations croisées.</p>
<p>10. Opérations de contrepartie à l'égard de clients (Norme canadienne 23-101, paragraphe 6.1(2))</p>	<p><u>BT</u> : L'expérience de la BT indique qu'un seuil de 5 000 actions suffit. Un seuil porté à 10 000 actions atteindra beaucoup d'ordres institutionnels, particulièrement en l'absence de valeur maximale. Comme dans le cas de la règle sur les opérations croisées, d'importantes modifications devraient être apportées à l'algorithme d'allocation. Comme dans le cas de la règle sur les opérations croisées, la règle s'avérerait inefficace dans un contexte de négociation en cents, puisque les négociateurs professionnels n'auraient qu'à améliorer le prix d'un cent.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : La règle proposée, dont l'instauration serait trop coûteuse, est trop rigoureuse et risque de s'avérer inefficace.</p> <p><u>Marchés mondiaux CIBC inc.</u> : L'entité appuie les positions exprimées par la BT et le comité de l'ACCOVAM.</p> <p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : Les règles sur les opérations de contrepartie introduisent un seuil supérieur à celui qui est actuellement en vigueur à la BT. Cette hausse n'est nullement justifiée. Il en résultera que la règle atteindra davantage d'ordres institutionnels. Les seuils fixés par la BT devraient demeurer.</p> <p><u>VSE</u> : Sur le marché des titres de petites entreprises, où le cours moyen des actions se situe actuellement en deçà de 1 \$, la règle des 10 000 actions touchera beaucoup plus d'ordres qu'elle ne vise. Un seuil en dollars devrait être envisagé afin que l'application de la règle corresponde mieux au marché des titres de petites entreprises.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Cette règle interdirait les opérations ayant trait à des ordres visant au plus 10 000 actions et exigerait des participants du marché qu'ils attribuent ces ordres à un registre central d'ordres à cours limité aux fins d'exécution. Sur des marchés qui se tournent vers un système décimal, la règle confère à l'investisseur un avantage minime en comparaison des coûts de programmation considérables qu'exige sa mise en application.</p> <p><u>Versus</u> : Versus est d'accord avec la proposition, qui renforce le marché public aux enchères centralisé. Aux termes des règles actuelles des bourses, les opérations croisées qu'effectue un SNA doivent viser au moins 10 000 actions même si le SNA améliore le prix pour le client. Cette restriction relative aux actions a pour effet d'obliger le SNA à envoyer chaque ordre de client visant moins de 10 000 actions directement au registre de la bourse, même s'il peut</p>

	<p>jumeler l'ordre avec celui d'un autre client et effectuer une opération croisée sur la bourse. La restriction relative au volume de l'ordre sur le SNA ne devrait s'appliquer que si ce dernier agit à titre de contrepartiste et n'améliore pas le prix par rapport au prix offert sur le marché public.</p> <p>Réponse : Le seuil sera révisé pour être fixé 100 000 \$.</p>
<p>11. Priorité fondée sur le temps</p>	<p><u>VSE</u> : Le plan préserve la priorité fondée sur les prix et le temps sur un marché; cependant, une fois qu'un ordre est négociable, il doit être acheminé vers le marché affichant l'ordre au meilleur prix. Comme de multiples marchés peuvent afficher des ordres au meilleur prix, le choix de l'autre marché sera laissé à la discrétion de l'ordre actif. Était-ce là l'intention? Un autre exemple tient au caractère suprême du registre d'ordres pour permettre que le meilleur cours acheteur ou vendeur obtienne les premières actions négociées à un prix en particulier. Si les SNA sont autorisés à négocier les mêmes titres, seront-ils assujettis aux mêmes règles que le marché établi?</p> <p><u>Goepel McDermid Securities</u> : Cette priorité suppose un mécanisme efficace de consolidation et d'intégration de même que l'interaction des ordres dans un contexte rigoureux de priorité fondée sur les prix et le temps; ces points paraissent implicites mais devraient être éclaircis.</p> <p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Le projet semble introduire une norme de «priorité fondée sur le temps». La priorité fondée sur les prix représente habituellement la première règle de négociation; des règles secondaires peuvent porter sur le temps, le volume, et ainsi de suite. La règle de la priorité fondée sur les prix se contrôle d'elle-même, contrairement aux règles secondaires. Le comité n'est pas certain que les avantages d'une obligation de «priorité fondée sur le temps» l'emportent sur les coûts de sa mise en application universelle, particulièrement en l'absence d'une telle obligation aux États-Unis. De plus, l'obligation de «priorité fondée sur le temps» risque de produire l'effet néfaste d'éloigner le flux d'ordres de systèmes de négociation qui en ont besoin pour constituer une masse critique sur le marché.</p> <p>Réponse : L'intégration des ordres sera effectuée dans un contexte de priorité fondée sur les prix. Un ordre doit être acheminé vers l'ordre au meilleur prix. Si de multiples marchés affichent le même ordre au meilleur prix, l'acheminement par le marché sera laissé à la discrétion de l'ordre actif.</p>
<p>12. Fonctions de réglementation des marchés (Norme canadienne 23-101, article 7.1)</p> <p>Question 20 : Un SNA devrait-il être tenu de conclure une entente avec la bourse où un titre est coté ou devrait-il encore pouvoir choisir les bourses qui exerceront les fonctions de réglementation du</p>	<p><u>BT</u> : Comme les SNA ne seront pas tenus de devenir membres d'une bourse et ne seront pas autorisés à réglementer des marchés, il est essentiel qu'ils se relient à une bourse pour assurer une réglementation efficace des marchés. Un SNA doit se relier à autant de bourses que l'exige la surveillance appropriée de tous les titres qu'il négocie. Il ne serait pas rentable pour la BT d'établir une nouvelle infrastructure en vue de surveiller la négociation de titres cotés aux bourses de Vancouver et de l'Alberta. Après la restructuration des bourses, le régime sera plus simple pour un SNA, qui devra se relier à un maximum de deux bourses (en présumant qu'il ne négocie pas de produits dérivés).</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Pour assurer l'efficacité de la surveillance et de la réglementation des marchés, les SNA doivent être tenus de se relier à toutes les bourses où sont cotés les titres qu'ils négocient.</p> <p><u>Nesbitt Burns</u> : Des efforts devraient être déployés en vue de dégager un consensus dans le domaine de la réglementation des marchés. Par exemple, un comité formé à l'échelle du secteur pourrait être chargé de discuter de la</p>

<p>marché? Cette question devrait être examinée selon les deux points de vue suivants : avant et après la restructuration des bourses.</p>	<p>question et de tenter de parvenir à un point de vue unifié. Il n'est pas souhaitable d'établir une deuxième fonction de réglementation des marchés au Canada. Les négociations du secteur constituent le premier choix, et, en cas d'échec, le marché concurrentiel devrait générer la solution. Les fournisseurs de services SNA devraient être tenus de réglementer les marchés comme les bourses. Il appartiendrait au SNA et aux ACVM d'établir si la prestation du service doit être externe ou interne. Une fois la structure établie, les forces du marché détermineraient quelles entités représentent effectivement une entreprise viable.</p>
<p>Question 21 : Si les SNA étaient autorisés à négocier tous les types d'actions cotées (de petites et de grandes entreprises), devraient-ils être tenus de conclure une entente de surveillance avec les deux bourses ou seulement l'une des deux? Cette question devrait être examinée selon les deux points de vue suivants : avant et après la restructuration des bourses.</p>	<p><u>Comité de l'ACCOVAM</u> : Les bourses peuvent se trouver en conflit d'intérêts si elles réglementent les marchés de systèmes de négociation concurrents. Les conflits pourraient se manifester de diverses façons. Puisque les propriétaires de bourses privatisées ont pour objectif premier de maximiser leur profit et la valeur revenant aux actionnaires, ils pourraient être incités à recourir à l'interfinancement de la réglementation de leur propre marché en attribuant des coûts de réglementation plus élevés aux SNA concurrents. Cette possibilité crée à tout le moins une perception de parti pris qui gênera la formation de SNA. Le comité recommande que la réglementation des activités du marché sur les bourses et les systèmes de négociation concurrents soit confiée à un OAR national indépendant. Il ne suffit pas de séparer la fonction de réglementation des marchés d'une bourse et de la placer sous l'égide d'une société nominale. Le comité recommande fortement aux bourses et au secteur des valeurs mobilières de relever ensemble le défi et d'entreprendre immédiatement l'élaboration d'un modèle réalisable, susceptible d'être mis en œuvre rapidement. Compte tenu de cette conclusion sur la réglementation des marchés, il paraît raisonnable de suggérer la recombinaison de la réglementation des marchés et de la réglementation des membres. Les bourses continueraient d'offrir un marché pour la négociation de titres, conservant une fonction de cotation et la réglementation du processus d'inscription à la cote, ainsi que d'offrir une garantie de liquidité (rôle d'expert). Le transfert de la réglementation des marchés à un OAR sans lien de dépendance permettrait aussi aux bourses de se concentrer sur le maintien de leur avantage à titre de marchés principaux les plus en vue pour les actions canadiennes, de même que sur leur fonction de cotation.</p> <p><u>Versus</u> : Chaque bourse soutiendra vraisemblablement qu'elle devrait assumer les responsabilités de surveillance quant aux titres inscrits à sa cote. En l'absence de choix de la bourse fournissant ce service, la bourse pourrait utiliser les frais de surveillance qu'elle demande comme moyen d'entraver la concurrence des SNA. Si les SNA sont tenus de recourir aux services de surveillance d'une bourse titulaire du monopole de la prestation de ces services, les conflits d'intérêts pourraient être réglés en investissant un organisme indépendant du pouvoir de réglementer les frais demandés par la bourse. Si la surveillance des SNA doit être confiée à la bourse, il faudra absolument que cette fonction soit exercée d'une manière libre de toute influence et de tout accès de la part de l'entité responsable des activités à but lucratif de la bourse. Versus n'est pas convaincue qu'un cloisonnement suffisant puisse entourer la division de surveillance de la bourse pour permettre un examen vraiment indépendant, libre de tout conflit d'intérêts, assurant le respect du caractère confidentiel des renseignements exclusifs. La surveillance d'un SNA devrait relever de l'OAR dont le SNA est membre. L'ACCOVAM est bien placée pour agir à titre d'OAR principal pour les SNA qui choisissent d'être régis aux termes des règles relatives aux SNA, et la fonction de surveillance devrait être confiée à l'ACCOVAM plutôt qu'à la bourse.</p>

	<p><u>VSE</u> : La VSE a élaboré une méthode intégrée de réglementation du marché qui s'est avérée efficace à l'endroit du marché des titres de petites entreprises. Les SNA devraient au minimum être tenus de se relier, aux fins de réglementation, à la bourse où sont cotés les titres qu'ils négocient. Les besoins du marché de détail des entreprises à risque au Canada diffèrent à certains égards de ceux des marchés de titres de grandes entreprises. Souvent, les titres négociés sont relativement non liquides, et les sociétés inscrites elles-mêmes requièrent un degré élevé de surveillance et de réglementation.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Bloomberg appuie une démarche coordonnée, amorcée par les ACVM.</p> <p><u>Groupe Investors</u> : Les SNA ne devraient pas être tenus de conclure une entente avec une bourse pour inscrire un titre : les bourses font concurrence aux SNA.</p> <p><u>Instinet</u> : Un SNA ne devrait pas être obligé de conclure une entente avec le marché principal pour obtenir des services de réglementation du marché. Il devrait avoir le choix.</p> <p><u>TraderDirect</u> : Comme les SNA seraient membres de l'ACCOVAM, la CVMO considérerait-elle l'ACCOVAM comme un «mandataire approuvé»?</p> <p><u>Banque du Canada</u> : Le projet soulève le problème suivant : les bourses ne réglementent que la négociation de titres de participation. Comme les intermédiaires entre courtiers sur obligations seront considérés comme des SNA aux termes du projet, les bourses se prêteront probablement mal à la réglementation de la négociation de titres à revenu fixe.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Il est prévu que la BT se proposera à titre de consolidateur et d'agent responsable des SNA. La BT s'est opposée au changement et s'est montrée inébranlable dans son opposition aux SNA et aux réseaux d'opérations croisées. Les SNA nécessiteront une surveillance indépendante, assurée soit par l'ACCOVAM, soit par un nouveau groupe consultatif.</p> <p>Réponse : Il faudra considérer les questions de conflits d'intérêts si les bourses réglementent les marchés pour le compte des SNA. Des questions de coût devront aussi être examinées si de multiples agents responsables, plutôt qu'un seul, exercent les fonctions de surveillance et d'application. Une étude plus approfondie de ces questions s'impose.</p>
E. QUESTIONS DIVERSES	
<p>1. Systèmes de négociation pilotes</p>	<p><u>BT</u> : Le projet devrait être modifié afin d'inclure un équivalent de la formule pilote de la SEC qui permet aux bourses d'établir leurs propres systèmes de négociation de type SNA sans l'approbation préalable de la SEC. La surveillance complète ne débute pas avant que le système pilote n'atteigne certains seuils de volume ou ne compte deux années d'exploitation.</p> <p>Réponse : Tous les territoires ont indiqué qu'ils considéreraient l'octroi de dispenses aux systèmes appropriés mis sur pied par une bourse pour une période provisoire. Le fonctionnement des exigences dans chaque territoire sera étudié localement.</p>
<p>2. Registre central d'ordres à cours</p>	<p><u>Institutional Equity Traders Association</u> : L'Association estime qu'un registre central d'ordres à cours limité fiable doit être établi afin d'empêcher que le</p>

<p>limité</p>	<p>marché canadien ne se fragmente davantage. Le registre devrait être établi avant que la concurrence extérieure des SNA ne soit introduite.</p> <p>Réponse : Certaines parties ont suggéré l'établissement d'un registre central d'ordres à cours limité. Après examen de la question, les membres des ACVM sont d'avis que, compte tenu de la restructuration des bourses, il vaut mieux ne pas établir un tel registre pour le moment. Afin de réduire la fragmentation au minimum, le consolidateur de données et l'intégrateur de marchés ont été proposés.</p>
<p>3. Territoire (canadien)</p> <p>Question 7 : Quels types d'activités devraient amener les ACVM à conclure qu'un SNA exerce des activités dans un territoire?</p> <p>Question 8 : Quelles restrictions devraient être imposées aux activités exercées par un SNA dans le territoire d'un courtier si les ACVM adoptent la méthode du territoire d'origine?</p> <p>Question 9 : Quelles autres méthodes les ACVM devraient-elles envisager, le cas échéant?</p>	<p><u>BT</u> : Pour ce qui est des SNA canadiens, la BT recommande fortement aux ACVM d'attendre le parachèvement du régime réglementaire de surveillance des bourses par suite de leur remaniement selon des secteurs d'activité particuliers avant d'établir des exigences d'inscription au Canada pour les SNA. Le modèle que les ACVM adoptent pour les bourses devrait être le même que celui qu'elles adoptent pour les SNA. Dans le cas contraire, les bourses risqueraient d'être désavantagées sur le plan concurrentiel, puisque, contrairement aux SNA, elles auraient à s'entendre avec de multiples Commissions sur les questions qui se posent.</p> <p><u>Groupe de bourses</u> : Les ACVM devraient attendre l'achèvement de la restructuration actuelle des marchés avant d'établir de nouvelles exigences d'inscription pour les SNA.</p> <p><u>VSE</u> : Les ACVM devraient appliquer le même modèle de surveillance aux SNA qu'aux bourses après le remaniement.</p> <p><u>Groupe Investors</u> : Le facteur clé servant à déterminer si un SNA exerce des activités dans un territoire dépend de la nature du contact avec les investisseurs dans ce territoire. La «méthode du territoire d'origine» est valable, mais sa portée devrait être étendue. Elle devrait s'appliquer non seulement lorsque le SNA ne traite qu'avec des courtiers mais aussi lorsqu'il traite avec des investisseurs institutionnels.</p> <p><u>Instinet</u> : Dans le cas des SNA assujettis à une réglementation importante dans leur territoire d'origine, il serait raisonnable de prévoir une forme relativement simple d'inscription, assortie d'exigences similaires à celles de la catégorie d'inscription à titre de «courtier international» en Ontario et complétée par les exigences en matière d'information applicables aux SNA. Ainsi, les agents responsables de chaque province pourraient suivre les activités des différents systèmes, et les exigences d'inscription ne seraient pas excessivement lourdes. Selon le projet, l'acceptation de la réglementation du territoire d'origine repose sur le critère suivant lequel le SNA ne traite qu'avec les courtiers inscrits dans le territoire en particulier. Le SNA sera à tout le moins commercialisé indirectement auprès des épargnants par les courtiers avec lesquels il traite. Avec le temps, il deviendra difficile et irréaliste d'appliquer la méthode permettant de distinguer les SNA dont la réglementation du territoire d'origine est reconnue des SNA nécessitant une réglementation directe.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Un SNA exerce des activités dans un territoire s'il donne à un résident accès à ses systèmes ou à ses services de négociation. La prudence s'impose au chapitre du territoire d'origine, car il peut s'agir non seulement d'un autre territoire canadien, mais aussi d'un territoire étranger. Faute de prudence, des tentatives pourraient être faites pour rechercher le territoire d'origine le plus avantageux.</p>

	<p>Réponse : Le personnel des ACVM est d'avis que les SNA diffèrent des bourses. En ce qui concerne le territoire canadien, il est proposé que, dans le cas d'un SNA (inscrit dans un territoire au Canada) qui traite avec un courtier dans un autre territoire, l'inscription ne soit pas nécessaire. Par contre, si un SNA (inscrit dans un territoire au Canada) traite avec un investisseur (qu'il s'agisse d'un investisseur institutionnel ou d'un épargnant), il devrait être tenu de s'inscrire dans le territoire en cause.</p>
<p>4. Territoire (étranger)</p> <p>Question 10 : Est-ce qu'un SNA étranger devrait nécessairement être une entité réglementée dans son territoire d'origine? En pareil cas, est-ce qu'il devrait être réglementé aux termes des lois sur les valeurs mobilières de son territoire d'origine?</p> <p>Question 11 : Est-ce que l'accès aux SNA étrangers devrait se faire par l'intermédiaire d'un courtier canadien qui communique avec un courtier qui est réglementé dans le territoire étranger (territoire d'origine du SNA étranger)?</p> <p>Question 12 : Est-ce que cette méthode devrait être limitée aux territoires d'origine acceptables et, en l'occurrence, quels territoires devraient être jugés acceptables?</p>	<p>BT : À moins d'ententes réciproques conclues avec le territoire étranger, les SNA étrangers ne devraient pas avoir accès aux marchés canadiens. L'octroi d'un tel accès crée des règles du jeu inéquitables, permettant aux marchés américains d'accéder aux courtiers canadiens alors que les bourses et les SNA canadiens n'ont pas un accès équivalent aux courtiers américains.</p> <p>Groupe de bourses : À moins d'ententes réciproques conclues avec le territoire étranger, les SNA étrangers ne devraient pas avoir accès aux marchés canadiens.</p> <p>VSE : Si les ACVM permettent aux SNA et aux marchés étrangers d'accorder aux courtiers canadiens un accès sans intermédiaire à leur système de négociation, les bourses seront sensiblement désavantagées sur le plan concurrentiel sans un accès équivalent au territoire d'origine des SNA.</p> <p>Groupe Investors : La «méthode du territoire d'origine» devrait s'appliquer non seulement aux SNA réglementés ailleurs au Canada, mais aussi aux SNA réglementés dans tout territoire étranger disposant d'un système de réglementation valable.</p> <p>Versus : Le fait de dispenser les SNA étrangers de la réglementation canadienne aux termes du projet relatif aux SNA minerait l'objectif premier de celui-ci, qui vise à préserver un marché des capitaux viable, liquide, efficace et intégré au Canada, capable d'exercer des activités concurrentielles sur le marché mondial. Les SNA étrangers qui exercent des activités au Canada devraient être assujettis au projet relatif aux SNA de la même manière et dans la même mesure que les SNA canadiens. La méthode du territoire d'origine ne devrait pas être adoptée.</p> <p>Marchés mondiaux CIBC inc. : La méthode du territoire d'origine ne convient pas tant que le régime réglementaire américain n'accorde pas la réciprocité aux bourses et aux SNA canadiens. Même si la méthode du territoire d'origine devait finir par être retenue, nous préviendrions les ACVM qu'une adoption trop hâtive pourrait se révéler extrêmement préjudiciable au marché canadien, car elle permettrait à des SNA bien établis de grande envergure de solliciter des opérations au Canada avant que les SNA canadiens ne puissent s'établir eux-mêmes.</p> <p>Comité de l'ACCOVAM : Selon l'opinion générale du comité, les SNA étrangers fournissant aux investisseurs et aux courtiers des terminaux pour la négociation de titres devraient être assujettis à une forme de réglementation canadienne. Le comité a conclu que, dans la mesure du possible, la réciprocité devrait constituer le principe directeur de l'imposition d'une réglementation aux SNA étrangers.</p> <p>Instinet : Instinet est d'accord sur une méthode selon laquelle le territoire d'origine assure une réglementation active et croit qu'il s'agit d'un fondement acceptable pour que l'agent responsable local au Canada s'en remette à un agent responsable étranger. Si la méthode devait être limitée à des territoires</p>

	<p>d'origine acceptables, les États-Unis et le Royaume-Uni pourraient en faire partie, car ils sont dotés d'autorités expérimentées en valeurs mobilières ainsi que d'importants marchés de capitaux, et ils ont longuement réfléchi sur la réglementation appropriée des systèmes de négociation.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Bloomberg appuie la méthode du territoire d'origine. En outre, si le seul contact d'un SNA avec des entités canadiennes se produit lorsqu'il traite avec des courtiers inscrits ou des banques négociant pour leur propre compte ou pour le compte de clients, sans qu'il traite directement avec des clients canadiens, la réglementation des courtiers et des banques devrait suffire.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Un SNA étranger négociant des actions canadiennes ne devrait pas être dispensé de la réglementation canadienne, et l'activité devrait être déclarée au consolidateur de données. Pour ce qui est des actions canadiennes non étrangères, l'accès au SNA étranger devrait passer par un courtier canadien communiquant avec un courtier réglementé dans le territoire étranger. Les investisseurs institutionnels voudront pouvoir négocier des actions non canadiennes par l'entremise de SNA étrangers.</p> <p>Réponse : La réciprocité représente l'élément essentiel à prendre en considération. Pour ce qui est d'un territoire étranger, il est proposé qu'un SNA étranger soit tenu de s'inscrire dans un territoire au Canada (la position établie ci-dessus pour un territoire canadien s'appliquerait alors).</p>
<p>5. Territoire : Acheminement des ordres et accès à distance</p> <p>Question 13 : Est-ce que l'application de la méthode du territoire d'origine devrait dépendre de la nature des activités qui sont exercées par le courtier inscrit dans le territoire de résidence de l'épargnant?</p> <p>Question 14 : Est-ce que la réponse à la question ci-dessus devrait varier selon que le territoire d'origine est un autre territoire canadien ou un territoire étranger?</p> <p>Question 15 : Est-ce que l'application de la méthode du territoire d'origine devrait dépendre du fait que le courtier inscrit</p>	<p><u>Instinet</u> : Si seul un dispositif d'acheminement des ordres est en cause et si les clients sont relativement avertis, un permis restreint tel celui de courtier international pourrait convenir. L'Ontario possède de l'expérience à l'égard du permis de courtier international et, en l'absence de toute constatation de son inopportunité, il ne semble pas nécessaire de reconsidérer la question.</p> <p><u>Bloomberg</u> : Dans le cas d'un SNA fournissant un accès à distance, les institutions et les courtiers canadiens utilisant le SNA bénéficieront d'une protection réglementaire appropriée si la méthode du territoire d'origine est adoptée. Un SNA étranger qui exerce des activités au Canada devrait être assujéti à la réglementation canadienne, tel que le prévoit le règlement visant les SNA. Les ACVM devraient limiter la méthode du territoire d'origine aux territoires qu'elles connaissent bien et qui assurent une protection en matière de valeurs mobilières comparable à celle qui est offerte au Canada.</p> <p><u>Conseil du régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario</u> : Si un SNA négocie des actions canadiennes, le territoire devrait être canadien. Si un SNA négocie des actions étrangères, les investisseurs devront connaître le territoire d'origine pour le règlement des différends. L'accès à distance devrait être limité aux courtiers membres d'un OAR.</p> <p>Réponse : Voir ci-dessus la réponse à la question relative au territoire étranger.</p>

<p>canadien fait partie ou non du même groupe que le SNA?</p> <p>Question 16 : Est-ce que l'accès à distance devrait être réservé aux courtiers qui sont membres d'un organisme d'autoréglementation?</p>	
<p>6. Compensation et règlement</p>	<p><u>CDS</u> : Bien qu'il soit question de l'accès des SNA à la CDS et à la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CCCPD), aucune exigence ne requiert expressément l'acheminement des transactions d'un SNA à une agence de compensation reconnue pour compensation et règlement. Il semble que le SNA pourra transmettre les rapports sur les transactions à l'agence de compensation soit directement, soit par l'entremise d'un centre de traitement de la compensation en qualité de mandataire, mais une étude plus approfondie serait souhaitable. Le document de travail incite les marchés à collaborer avec la CDS et les centres de traitement de la compensation afin d'améliorer la circulation de l'information sur les transactions. La CDS reconnaît l'importance capitale de la discussion et de la collaboration parmi les participants du secteur et tient à souligner son intérêt à y prendre part.</p> <p>Réponse : Une exigence sera ajoutée afin de stipuler que toutes les transactions d'un SNA doivent être déclarées, confirmées et réglées par l'entremise d'une agence de compensation figurant sur la liste en annexe B du projet de norme canadienne.</p>
<p>7. Réglementation d'un fournisseur de technologie</p>	<p><u>Instinet</u> : Lorsqu'un fournisseur vend de la technologie à une bourse et forme une coentreprise, les deux entités devraient être traitées comme des exploitants du SNA. Le fournisseur de technologie ne devrait pas échapper à la réglementation à titre de SNA.</p> <p>Réponse : Tous les systèmes seront réglementés directement ou indirectement (si, par exemple, des licences de technologie sont concédées à des bourses).</p>
<p>8. Application aux marchés de titres à revenu fixe</p>	<p><u>TraderDirect</u> : Le projet s'appliquerait aux intermédiaires entre courtiers sur obligations. Le marché des intermédiaires entre courtiers sur obligations, suivant sa forme actuelle, ne cadre pas avec ce concept, puisque ces derniers fonctionnent indépendamment les uns des autres. Le projet devrait tenir compte des différences notables entre les marchés d'actions et de titres à revenu fixe. La SEC a exclu les marchés américains de titres d'emprunt gouvernementaux de la norme relative aux SNA.</p> <p><u>Banque du Canada</u> : Contrairement à la plupart des marchés d'actions, les marchés de titres à revenu fixe au Canada sont des marchés à courtiers multiples (fondés sur les cotes). Dans ce contexte, les courtiers (mainteneurs de marché) interviennent dans toutes les transactions à titre d'intermédiaires. Il existe deux marchés parallèles et, en fait, distincts : un lieu de négociation publique, où les clients traitent exclusivement (et bilatéralement) avec des mainteneurs de marché (la sphère des clients ou du public), et un lieu de négociation entre courtiers, où les courtiers traitent entre eux exclusivement (la sphère des courtiers). La sphère des courtiers se divise encore en deux : les courtiers peuvent traiter l'un avec l'autre soit bilatéralement, soit indirectement et anonymement par l'entremise d'un intermédiaire entre courtiers sur</p>

	<p>obligations. Étant donné cette structure, les clients ne peuvent conclure de transaction entre eux mais doivent plutôt traiter avec un courtier de leur choix, et les courtiers ont un accès exclusif aux intermédiaires entre courtiers sur obligations. Comme les titres à revenu fixe sont négociés par l'entremise de courtiers multiples et dans deux sphères de négociation distinctes, il n'existe pas de marché principal ou central, contrairement à la plupart des marchés canadiens d'actions.</p> <p><u>Comité sur les marchés des capitaux de l'ACCOVAM</u> : La structure respective des marchés intérieurs de titres d'emprunt et d'actions présente des différences considérables rendant à nombre d'égards peu probable l'application du projet actuel des ACVM aux marchés de titres d'emprunt. Historiquement, les marchés de titres d'emprunt sont des marchés principaux où les prix sont déterminés par des mainteneurs de marché au moyen de l'interaction d'ordres d'achat et de vente affichés par ces courtiers. Le comité souhaiterait des éclaircissements sur le processus de mise en œuvre des règles quant aux marchés canadiens de titres d'emprunt et sur les relations entre les ACVM, la Banque du Canada, le ministère des Finances et l'ACCOVAM en ce qui a trait à la supervision et à la surveillance de ces marchés.</p> <p>Réponse : Les ACVM ont examiné l'application du projet relatif aux SNA aux marchés des titres à revenu fixe. Les intermédiaires entre courtiers sur obligations ont été exclus de la définition de « marché ». Ils sont toutefois tenus de donner de l'information à l'agence de traitement de l'information pour des raisons de transparence. Étant donné la structure du marché de titres à revenu fixe, les intermédiaires entre courtiers sur obligations ne seront pas soumis aux dispositions relatives à l'intégration des marchés.</p>
--	--