

**Avis conjoint des Autorités canadiennes en valeurs mobilières
et de Services de réglementation du marché inc. sur l'interdiction de procéder à des transactions
hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés**

**Projet de Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché, projet de
Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation et projet de modification
des règles universelles d'intégrité du marché connexes**

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM ») et Services de réglementation du marché inc. (« SRM ») ont préparé le présent avis conjoint. Étant donné que le changement du cadre réglementaire entraînera la modification des règlements établis par les ACVM et des modifications corrélatives des règles universelles d'intégrité du marché (les « RUIM ») de SRM, les ACVM et SRM estiment important de publier un avis conjoint afin d'assurer l'uniformité de l'information et d'en faciliter la communication aux participants au marché. Même si les ACVM et SRM ont convenu du contenu du présent avis, certaines modifications sont proposées par les ACVM et d'autres par SRM. Nous avons expressément indiqué les modifications qui sont proposées par l'un ou l'autre. Sauf indication contraire, dans le présent avis, le terme « nous » renvoie aux ACVM et à SRM, collectivement.

Les ACVM publient pour consultation un projet de Règlement modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 »), un projet de Règlement modifiant le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») (ensemble, les « textes sur les SNP ») et des projets de modification des instructions générales connexes. Entrés en vigueur en décembre 2001, les textes sur les SNP, qui se voulaient une réponse à l'évolution des marchés, visaient à instaurer un régime qui permette la concurrence entre les bourses traditionnelles et les autres marchés, tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et efficiente¹.

L'évolution récente du marché a donné lieu à un examen des règles en vigueur. À la suite de cet examen, les ACVM ont conclu que des modifications devraient être apportées aux textes sur les SNP afin de tenir compte de l'environnement actuel². Les ACVM ont principalement concentré leurs efforts sur les trois projets suivants :

(1) une réflexion portant sur les transactions hors cours qui présente un cadre souple devant permettre de promouvoir le principe voulant que tous les participants au marché soient traités équitablement, en exigeant que tous les ordres à cours limité visibles qui sont immédiatement accessibles et sont dotés d'un meilleur cours, quel que soit le marché sur lequel ils sont saisis, soient exécutés avant les ordres à cours limité dotés d'un cours inférieur;

(2) la modification de l'obligation de meilleure exécution, qui limite actuellement la meilleure exécution à l'obtention du meilleur cours, afin de donner une description plus générale des facteurs à

¹ Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXX, n° 34, 1999-08-27, le Bulletin de la Commission des valeurs mobilières du Québec, Vol. XXXII, n° 35, 2001-09-31 et le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 01, n° 20, 2004-06-18.

² Les ACVM ont modifié certaines autres dispositions des textes sur les SNP dans le cadre d'un processus qui s'est terminé à la fin de décembre 2006. Elles ont ainsi prolongé la période de validité des dispenses des obligations relatives à la transparence des obligations d'État et à la piste de vérification électronique, et ont réaffirmé leur position sur l'obligation de meilleure exécution dans un contexte de multiplicité des marchés.

prendre en considération pour tenter d'obtenir la meilleure exécution, notamment le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction³;

(3) la modification de la réglementation de sorte qu'elle prévoie les obligations que doivent respecter les personnes autres que des courtiers pour avoir accès à un marché, notamment celle de conclure une entente avec une bourse ou un fournisseur de services de réglementation⁴.

SRM publie simultanément un projet de modifications corrélatives des RUIM rendu nécessaire par suite des modifications proposées par les ACVM. SRM est reconnue à titre d'entité d'autoréglementation qui fournit des services de réglementation pour l'application des textes sur les SNP. SRM a adopté un ensemble commun de principes d'intégrité du marché, les RUIM, qui s'appliquent à toutes les personnes réglementées qui participent aux marchés pour lesquels SRM est le fournisseur de services de réglementation. Le fournisseur de services de réglementation fournit des services de réglementation à ses membres (les « systèmes de négociation parallèles » ou « SNP ») et conclut des ententes aux termes desquelles il s'engage à rendre de tels services pour le compte de bourses. Ainsi, les RUIM permettent l'exploitation de marchés des titres de participation en concurrence au Canada conformément à un ensemble commun de règles de négociation régissant diverses pratiques de négociation, notamment les pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, les ventes à découvert, les transactions en avance sur le marché, les obligations de meilleure exécution et d'exécution au meilleur cours, la saisie et la diffusion des ordres, la priorité aux clients et les transactions pour compte propre sur ordres clients. Étant donné que les RUIM émanent d'une entité d'autoréglementation, les exigences prévues par celles-ci doivent être conformes à la législation en valeurs mobilières applicable, notamment aux textes sur les SNP.

Dans la partie II du présent avis, nous analysons les faits nouveaux sur les marchés des titres de participation, les théories sur la structure de marché et l'évolution des comportements de négociation afin de déterminer si des modifications doivent être apportées à la structure ou à l'objectif actuel du marché. Pour obtenir une mise en contexte, veuillez vous reporter à l'annexe A, où nous exposons les théories passées et actuelles sur la façon dont les marchés doivent être structurés et les règlements qui ont été pris pour promouvoir les objectifs qui sous-tendent ces théories.

Dans la partie III, nous examinons les mesures réglementaires proposées et la manière dont elles sont censées permettre la mise en place de la structure de marché privilégiée et l'atteinte des objectifs visés (ainsi que les solutions de rechange ayant été examinées et les raisons pour lesquelles elles n'ont pas été retenues). Dans cette partie, nous présentons également un exposé des projets de modification des textes sur les SNP et de modification corrélative des RUIM.

II. FAITS NOUVEAUX ET CONTEXTE DES MODIFICATIONS PROPOSÉES

Dans la présente partie, nous analysons l'évolution des marchés des titres de participation et des théories sur la structure de marché afin de déterminer si un marché intégré demeure la structure à privilégier.

A. Faits nouveaux

1. SNP négociant des titres de participation cotés au Canada. Jusqu'en 2005, les SNP exploités au Canada aux termes des textes sur les SNP étaient établis à l'étranger et n'exécutaient pas d'opérations sur des titres cotés au Canada. Les opérations sur des titres cotés au Canada n'étaient exécutées que par l'intermédiaire de la TSX, de la Bourse de croissance TSX et, plus récemment, du Canadian Trading

³ Projet de modification du Règlement 23-101, partie 4.

⁴ Projet de modification du Règlement 23-101, parties 7 et 8.

and Quotation System (le « CNQ »)⁵. Étant donné que de multiples marchés actuellement exploités au Canada ont recours à différentes méthodes pour négocier les mêmes titres, un certain nombre de questions doivent être examinées à nouveau, notamment le bien-fondé des objectifs et des outils⁶ des marchés concurrents. À l'heure actuelle, BlockBook, le marché Pure Trading du CNQ, Bloomberg, Shorcan et Liquidnet négocient des titres cotés à la TSX, et TriAct prévoit en négocier dès qu'il aura commencé ses activités. Liquidnet négocie également des titres cotés à la Bourse de croissance TSX. Les autres marchés précités ont aussi indiqué qu'ils pourraient étendre leurs activités de négociation aux titres cotés à la Bourse de croissance TSX à une date ultérieure.

2. Évolution des théories sur le mode de concurrence des marchés. Par le passé, on supposait que la concurrence entre les marchés s'exerçait uniquement sur le plan des cours. Cette hypothèse était étayée par des règles aux termes desquelles la meilleure exécution correspondait au meilleur cours. Nous avons observé que les textes sur les SNP ont facilité la concurrence et l'innovation sur le marché canadien en permettant la création de nouveaux marchés comportant divers modèles de négociation, notamment des mécanismes de négociation répondant à certains besoins particuliers, comme les opérations en bloc et les marchés spécialisés auxquels seul un sous-ensemble de participants peut avoir accès (par exemple les investisseurs institutionnels ou les courtiers). On élabore actuellement de nouvelles technologies de négociation visant à permettre aux courtiers et à d'autres personnes de négocier directement sur le marché.

Les marchés peuvent désormais se faire concurrence en tentant d'améliorer les divers mécanismes de négociation existants, par exemple en se distinguant sur le plan des cours, des coûts d'exécution, de la liquidité et de la rapidité d'exécution⁷. Les organismes de réglementation ont reconnu ce fait dans le cadre de leur réexamen de certaines questions relatives à la meilleure exécution en vue de tenir compte d'autres facteurs que le cours⁸.

3. Décimalisation. Aux États-Unis, on a commencé à utiliser la décimalisation dans la formation des cours en 2001. Bien que le Canada ait adopté la décimalisation avant les États-Unis, la cotation en cents a débuté en 2001. L'étude du Government Accountability Office des États-Unis portant sur l'utilisation de la décimalisation dans la formation des cours a indiqué que, bien que les coûts de négociation calculés en fonction des écarts aient diminué en raison de la décimalisation, les stratégies de négociation se sont également adaptées. Les négociateurs se sont adaptés en exécutant des ordres de moindre envergure et en utilisant davantage les SNP, car la décimalisation réduisait l'écart minimum et le risque assumé par d'autres négociateurs qui font passer leurs ordres avant les ordres de plus grande envergure⁹. Toutefois, la réduction de la taille des ordres à cours limité pourrait mener à une diminution de l'efficacité du

⁵ En 1999, la Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal, la Vancouver Stock Exchange (la « VSE ») et l'Alberta Stock Exchange (l'« ASE ») ont conclu une convention aux termes de laquelle chacune d'elles serait spécialisée et aucune ne ferait concurrence aux autres pendant 10 ans. La Winnipeg Stock Exchange a fusionné avec l'entité issue de la fusion de l'ASE et de la VSE.

⁶ Par exemple, toute technologie ou autre méthode à l'appui des objectifs.

⁷ La littérature didactique actuelle indique que les marchés se font concurrence sur le plan de la rapidité d'exécution, de la profondeur du marché, de l'anonymat et des prix (Conrad, Johnson et Wahal, *Institutional Trading and Alternative Trading Systems*).

⁸ Voir, par exemple, le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirects au moyen des courtages*, publié le 4 février 2005 par le personnel de la BCSC, de l'ASC, de la CVM, de l'AMF et de la CVMQ, qui avait pour objet de présenter un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirects au moyen des courtages en vue de recueillir des commentaires. Voir la partie III.B du présent avis pour un exposé des modifications proposées.

⁹ Decimal pricing has contributed to lower trading costs and more challenging trading environment (Government Accountability Office des États-Unis, mai 2005).

marché étant donné l'intérêt moindre affiché pour un titre en termes de quantité et de profondeur du marché.

4. Accroissement de l'utilisation de marchés n'ayant pas d'exigences de transparence de l'information avant les opérations et de mécanismes d'appariement. Les négociateurs non informés accordent de l'importance à la transparence¹⁰. Il s'avère que les investisseurs institutionnels utilisent des SNP lorsqu'ils sont bien informés, et le marché des grandes opérations en bloc (*upstairs market*) lorsqu'ils ne le sont pas. Ce constat repose entre autres sur le fait que les investisseurs institutionnels utilisent de plus en plus de marchés qui n'ont pas d'exigences de transparence de l'information avant les opérations, c'est-à-dire des marchés sur lesquels aucun ordre ni aucun cours n'est disponible. D'autres facteurs expliquent la popularité croissante de ces mécanismes, notamment les préoccupations concernant la fuite de renseignements et l'anonymat.

Certains de ces systèmes sont des réseaux assurant les applications (*crossing networks*) qui permettent de négocier des ordres à un cours situé entre le cours acheteur et le cours vendeur indiqués sur un marché transparent, tandis que d'autres permettent la négociation séquentielle jusqu'à ce qu'il y ait appariement des ordres. Le retrait d'information du registre entrave l'intégration de l'information dans les cours. La diminution de la transparence de l'information et le fait que le flux des ordres abandonne le marché transparent dominant détériorent la formation des cours en général.

5. Nombre accru de mécanismes permettant l'internalisation. En outre, les systèmes de gestion des ordres permettent davantage aux courtiers et aux grands investisseurs institutionnels de regrouper les multiples sources d'ordres et de les appairer. Ces ordres doivent être disséminés sur un marché, mais ils sont appariés au moyen du système du courtier ou de l'investisseur institutionnel sans qu'ils ne figurent dans le registre du marché.

Au Canada, cette tendance vers l'internalisation des appariements avant la saisie des ordres sur un marché découle de la technologie existante qui permet de donner la priorité aux ordres internes à un cours donné. Par exemple, le moteur de négociation de la TSX cherche à appairer les ordres des clients d'un même courtier et leur donne la priorité avant de les appairer avec les ordres des clients d'autres courtiers.

L'internalisation soulève des questions sur la valeur de l'information figurant dans le registre et le processus de formation des cours.

6. Suppression des obligations de consolidation des données et d'intégration des marchés. En 2001, les textes sur les SNP visaient un certain nombre d'objectifs réglementaires, notamment donner aux investisseurs le choix de la méthode d'exécution et du type de marché, et améliorer la formation des cours et l'intégrité des marchés. En outre, ils prévoyaient des obligations en matière de consolidation des données et d'intégration des marchés visant à réduire les effets négatifs de la négociation d'un même titre sur plusieurs marchés, ainsi que des règles portant sur les activités de marchés. En raison de l'incertitude quant aux types et au nombre de marchés qui seraient créés, l'entrée en vigueur de ces obligations a été reportée, et on a confié à un comité sectoriel le mandat d'étudier tout particulièrement ces questions. En 2003, les textes sur les SNP ont été modifiés par la suppression des concepts de consolidateur de données et d'intégrateur de marchés suivant la recommandation du comité sectoriel pour qui ces concepts n'étaient pas nécessaires en raison de l'obligation de meilleure exécution applicable aux courtiers et des obligations des marchés en matière d'accès équitable (lesquels diffuseraient l'information par l'intermédiaire des fournisseurs d'information). Malgré la suppression de l'obligation de consolidation des données, les textes sur les SNP exigeaient toujours des marchés qu'ils fournissent des données sur les ordres et les opérations sur titres à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information. Malgré les obligations actuelles, certains membres du secteur ont exprimé des inquiétudes au sujet de l'incapacité ou de la difficulté à respecter l'obligation de

¹⁰ Island Goes Dark; Transparency, Fragmentation and Regulation (2005) 18 Review of Financial Studies 743-793 (759).

meilleure exécution et d'autres obligations en l'absence d'une liste réglementée officielle indiquant où se trouvent les ordres dotés du meilleur cours. En outre, SRM pourrait être tenue de créer sa propre liste consolidée pour l'application de la réglementation.

B. Orientations prises dans d'autres territoires

1. Faits nouveaux aux États-Unis. La structure des marchés aux États-Unis a évolué récemment. Le 6 avril 2005, la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») a approuvé par trois voix contre deux le règlement dit *Regulation NMS*, qui modifiera de façon considérable les règles sur les transactions hors cours aux États-Unis.

Traditionnellement, les règles sur les transactions hors cours étaient établies aux États-Unis individuellement par le marché concerné. Jusqu'à récemment, le NASDAQ fonctionnait sans avoir adopté de règles sur les transactions hors cours. Le New York Stock Exchange (le « NYSE ») a adopté une règle pour les titres qui y sont cotés. Puisque le NYSE n'était pas un marché électronique, les SNP négociant des titres cotés sur le NYSE se sont plaints du fait que la règle sur les transactions hors cours leur nuisait considérablement; en effet, ils étaient tenus d'envoyer des ordres au NYSE pour respecter l'interdiction de ne pas procéder à des transactions hors cours, ce qui pouvait entraîner des délais importants dans l'exécution des ordres et, partant, diminuait la principale valeur du service offert par les SNP, soit exécuter des ordres avec rapidité et certitude.

Le règlement dit *Regulation NMS* exige des places financières¹¹ qu'elles établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévues, qui sont raisonnablement conçues pour garantir la conformité aux modalités de l'exception. Pour être protégé, un cours doit être immédiatement et automatiquement accessible. La protection contre les transactions hors cours s'applique à la meilleure offre d'achat et offre de vente provenant de chaque type de participant, sur tous les marchés. Cette protection des ordres se traduit notamment par l'augmentation des liens entre les marchés. Le règlement dit *Regulation NMS* prévoit un certain nombre d'exceptions aux obligations de « protection des ordres », qui concernent notamment : les ordres au premier ou au dernier cours, les marchés croisés, les ordres de référence dont les principales modalités ne sont pas connues, les ordres de balayage intermarchés, les retards d'exécution causés par des problèmes éprouvés par des systèmes et la cotation oscillante.

Depuis le 5 mars 2007, date à laquelle la phase du règlement dit *Regulation NMS* relative aux « négociations » a débuté, les marchés sont tenus d'avoir la capacité d'acheminer des ordres à d'autres systèmes. La mise en œuvre du règlement dit *Regulation NMS* se poursuivra jusqu'au 9 juillet 2007, date à laquelle les maisons de courtage seront tenues de se conformer aux dispositions en matière de transactions hors cours prévues par ce règlement sur 250 titres visés par le programme pilote. Tous les titres seront introduits sur le marché le 20 août 2007 et le programme prendra fin le 8 octobre 2007.

2. Faits nouveaux en Europe. L'Union européenne (UE) se prépare à mettre en œuvre la directive concernant les marchés d'instruments financiers (la « directive MIF ») dans le cadre de son plan d'action pour les services financiers, qui vise à créer un marché unique dans le secteur des services financiers au sein de l'UE. La directive MIF s'intéresse à la meilleure exécution et exigera des pays membres de l'UE l'adoption de la même politique. Pour la plupart des pays membres de l'UE, le cours n'est pas le seul facteur à considérer pour déterminer la meilleure exécution.

¹¹ Une « place financière » (au sens de *trading center*) est, en vertu du règlement dit *Regulation NMS*, « [TRADUCTION] une bourse nationale de valeurs mobilières ou une association nationale de valeurs mobilières qui exploite un mécanisme de négociation d'un OAR, un système de négociation parallèle, un teneur de marché boursier, un teneur de marché hors bourse ou tout autre courtier qui exécute des ordres à l'interne en négociant pour compte propre ou en faisant l'application d'ordres en qualité de mandataire ».

La Financial Services Authority du Royaume-Uni n'a pas adopté de règle en matière de transactions hors cours, contrairement à la London Stock Exchange¹².

C. Structure de marché privilégiée à l'heure actuelle

À l'occasion de nos consultations et de l'examen d'études récentes, nous avons remarqué que la plupart des participants au marché estiment que l'idéal serait d'avoir des marchés de titres de participation intégrés. Même si cela ne veut pas dire qu'il y aurait obligatoirement des liens entre les marchés, le principe serait que, pour réduire les effets négatifs de la négociation d'un même titre sur plusieurs marchés, leurs participants devraient avoir accès à l'information et aux ordres. Les motifs ou les principes justifiant la structure de marché à privilégier (les « objectifs ») reflètent les aspects suivants : la formation des cours, la liquidité, la concurrence, l'innovation, l'intégrité du marché et l'équité.

La plupart des spécialistes en structure de marchés estiment que le manque de transparence et d'intégration constitue la principale raison de l'existence d'une concurrence imparfaite entre les marchés de valeurs mobilières et que les changements à la réglementation qui favorisent la concurrence et facilitent l'intégration ont pour effet de rehausser la qualité du marché¹³.

Nous sommes d'avis qu'il y a toujours de la place pour un marché dont la structure favorise l'interaction des ordres, crée des incitatifs à placer des ordres à cours limité transparents et permet aux participants de repérer les meilleurs ordres à cours limité disponibles et de les exécuter. Selon les participants au marché et les intervenants, l'idéal serait une structure qui unirait tous les types de participants d'une manière transparente et efficace. L'accès au marché par différents types de participants exige que les règles soient appliquées à tous les participants de manière appropriée afin de favoriser l'équité. Les objectifs énoncés ci-dessus sont toujours pertinents. Une certaine diminution de la transparence des marchés et de la concurrence pouvant exister entre eux sur des plans autres que les cours ne discrédite aucunement, selon nous, l'objectif de créer des marchés intégrés.

III. MESURES RÉGLEMENTAIRES PROPOSÉES

Compte tenu de l'apparition de nouveaux marchés sur lesquels se négocient les mêmes titres, nous réfléchissons sur la nécessité de mettre en œuvre des mesures réglementaires pour assurer le respect continu des objectifs énoncés précédemment (formation des cours, liquidité, concurrence, innovation, intégrité du marché et équité). Pour ce faire, nous avons axé notre réflexion sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès.

Dans un contexte de multiplicité des marchés, nous avons repéré des divergences dans l'application des règles actuelles aux participants au marché. Par exemple, la règle actuelle des RUM portant sur les transactions hors cours (l'obligation d'exécution au meilleur cours) ne s'applique qu'aux courtiers. Comme certains nouveaux marchés offrent un accès direct aux adhérents qui ne sont pas des courtiers, certains participants ne sont actuellement assujettis à aucune règle en matière de transactions hors cours.

En ce qui a trait à la meilleure exécution, des innovations et des faits nouveaux ont modifié la manière dont les marchés se livrent concurrence. Désormais, la concurrence ne se joue plus uniquement sur le plan des cours et, par conséquent, les obligations doivent être actualisées de façon à tenir compte du contexte actuel. En outre, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, l'accès direct aux marchés n'est plus limité aux courtiers. Il en résulte que les participants qui ne sont pas des courtiers sont assujettis à différents régimes suivant la méthode employée pour accéder à un marché.

¹² Les Rules 4425 et 4426 de la London Stock Exchange visant les titres cotés sur SETSmm, les Rules 5520 et 5521 visant les titres cotés sur SEAQ et les Rules 6000 et 6225 visant les titres cotés sur SEATS Plus.

¹³ *Island Goes Dark; Transparency, Fragmentation and Regulation* (2005) 18 Review of Financial Studies 743-793.

Dans la partie A ci-dessous, nous présentons une proposition sur la protection contre les transactions hors cours (dans l'encadré), le contexte et les aspects clés de la proposition ainsi que sur les solutions de rechange qui ont été étudiées. Toutefois, nous ne publions pas pour l'heure de projet de règles ou de règlement sur les transactions hors cours. Dans la partie B, nous traitons de la meilleure exécution et décrivons les modifications proposées aux textes sur les SNP, le contexte et les aspects clés des modifications, ainsi que les modifications corrélatives des RUIM. La partie C porte sur les obligations en matière d'accès pour les personnes autres que des courtiers et décrit les modifications proposées aux textes sur les SNP, le contexte et les aspects clés des modifications, ainsi que les modifications corrélatives des RUIM. Dans la partie D, nous examinons d'autres modifications proposées aux textes sur les SNP.

A. Protection contre les transactions hors cours

Pour le moment, nous publions seulement une proposition visant les transactions hors cours afin de présenter l'orientation envisagée à l'heure actuelle, bien que cette question ne soit pas encore résolue. Comme en font foi les commentaires formulés en réponse au document de discussion, il existe divers points de vue et, avant de publier des projets de règles ou de règlement précis, nous aimerions solliciter des commentaires au sujet de l'orientation de la proposition.

Description de la proposition visant les transactions hors cours

Proposition générale

- Exiger de chaque marché qu'il établisse, maintienne et fasse respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours (cette disposition est similaire à la règle générale du règlement dit *Regulation NMS*).
- Exiger des marchés qu'ils examinent régulièrement l'efficacité des politiques et procédures et prennent rapidement des mesures afin de corriger les lacunes.

Application

- L'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait à un « ordre protégé » à l'achat ou à la vente de « titres cotés »¹⁴ (à l'exclusion des dérivés).
- Nous considérerions un « ordre protégé » comme un ordre à cours limité (autre qu'un « ordre exclu ») qui est affiché et qui peut être « immédiatement et automatiquement » exécuté.
- Un « ordre exclu » serait défini comme un ordre assorti de conditions particulières dont le cours ne peut être établi au moment de la saisie de l'ordre ou est établi en fonction des cours obtenus dans le cadre d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés (un tel ordre ferait l'objet d'une dispense similaire aux dispenses actuellement prévues par les RUIIM).

Exceptions – Situations où l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas

- L'ordre a été affiché par un marché qui éprouvait un problème avec ses systèmes (une « panne, un retard important ou un mauvais fonctionnement important de ses systèmes ou de son matériel »).
- L'ordre a été désigné comme un « ordre de balayage intermarchés » (nouveau type d'ordre qui faciliterait l'observation de ces nouvelles règles – voir ci-après).
- La transaction hors cours découle d'une cotation oscillante.

1. Contexte

Le 22 juillet 2005, les ACVM ont publié le Document de discussion 23-403, *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours* (le « document de discussion »)¹⁵. Le document de discussion traitait des faits nouveaux sur les marchés et des incidences pour notre marché, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (l'« interdiction de procéder à des transactions hors cours »).

¹⁴ Dans les textes sur les SNP, un « titre coté » est défini comme un titre inscrit à la cote d'une Bourse reconnue ou coté sur un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations, ou inscrit à la cote d'une Bourse ou coté sur un système de cotation et de déclaration d'opérations reconnu pour l'application des textes sur les SNP.

¹⁵ Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 29, 2005-07-22.

Les règles actuelles relatives à la protection contre les transactions hors cours sont énoncées dans les RUIM administrées par SRM¹⁶. L'interdiction de procéder à des transactions hors cours est notamment mentionnée en relation avec l'obligation d'exécution au meilleur cours prévue dans les RUIM. Jusqu'à dernièrement, les règles ne soulevaient aucune question en raison des facteurs suivants :

- il n'existait pas plusieurs marchés négociant les mêmes titres au Canada¹⁷;
- les systèmes des marchés existants faisaient respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours;
- seuls les courtiers avaient un accès direct aux marchés existants.

Avec la mise sur pied de nouveaux SNP, l'existence de plusieurs marchés négociant les mêmes titres a recentré l'attention sur les règles actuelles se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. SRM surveille les négociations sur les marchés qu'elle réglemente afin de détecter les transactions hors cours. À l'heure actuelle, nous ne disposons pas de données suffisantes sur les opérations effectuées sur plusieurs marchés ni d'une assez grande expérience de ces opérations pour tirer des conclusions. SRM poursuivra sa surveillance avec l'apparition de nouveaux marchés.

Le document de discussion posait un certain nombre de questions destinées à cerner les valeurs et les règles importantes pour les participants au marché canadien. En raison de l'importance des questions relatives à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et de leur incidence possible sur les marchés des capitaux du Canada, les ACVM ont organisé une tribune publique le 14 octobre 2005 afin de permettre à tous les intéressés de participer aux discussions se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours¹⁸.

Les ACVM ont reçu 29 lettres de commentaires des marchés, des courtiers et des investisseurs institutionnels de taille importante, et elles ont reçu des commentaires au sujet d'un certain nombre de questions soulevées dans le document de discussion à l'égard desquelles il ne s'est souvent pas dégagé d'opinion majoritaire, les points de vue étant partagés environ à parts égales. Toutefois, la majorité des personnes ayant formulé des commentaires ont indiqué qu'elles étaient d'avis que la totalité des ordres visibles dotés d'un meilleur cours devraient être exécutés avant les ordres dotés d'un cours inférieur. Ce point de vue constitue le principe à la base d'un règlement portant sur les transactions hors cours.

Bon nombre de participants au marché estiment que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est essentielle pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité de nos marchés. On peut avancer que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours incite les investisseurs à passer des ordres à cours limité étant donné qu'ils sont confiants que, si leur ordre est doté du meilleur cours, il sera protégé et exécuté avant les ordres dotés d'un cours inférieur. Cette situation engendre la confiance, accroît la liquidité du marché et augmente l'efficacité du processus de formation des cours.

¹⁶ Voir la Règle 5.2 des RUIM.

¹⁷ Voir la note de bas de page n° 5.

¹⁸ La transcription de la tribune sur les transactions hors cours est publiée sur le site Web de la CVMO, à l'adresse suivante :

http://www.osc.gov.on.ca/Regulation/Rulemaking/Current/Part2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum.pdf.

2. Aspects clés

Compte tenu de l'analyse présentée ci-dessus, nous avons cherché à élaborer un cadre qui protégerait la totalité des ordres à cours limité visibles, immédiatement accessibles et dotés d'un meilleur cours sur tous les marchés. Voici un résumé des aspects clés du cadre proposé.

a) *L'obligation d'éviter de procéder à des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers le marché en général*

La vaste majorité des personnes qui ont formulé des commentaires estiment que l'obligation d'éviter de procéder à des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers les marchés des capitaux (et n'est pas fondée sur l'obligation fiduciaire). Il est utile d'avoir une règle qui protège les ordres à cours limité visibles sur tous les marchés étant donné qu'elle peut favoriser la transparence et la perception d'équité. La proposition visant les transactions hors cours s'appliquerait à tous les participants au marché (aussi bien aux courtiers qu'aux autres participants). Cette solution a pour but de favoriser la formation des cours, l'intégration et l'équité lorsqu'il existe différents types de marchés et d'accès.

b) *Tous les marchés seraient tenus d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions à un cours inférieur à celui d'un ordre visible sur tout marché¹⁹*

Pour ce qui est de déterminer à qui incombe l'obligation d'empêcher l'exécution de transactions hors cours (au marché ou au participant au marché), environ la moitié des personnes qui ont formulé des commentaires estiment qu'elle incombe au marché et environ la moitié estiment qu'elle incombe à chacun des participants au marché.

Nous proposons d'imposer aux marchés l'obligation générale d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours sur un marché et d'un marché à l'autre. Le secteur serait ainsi en mesure de déterminer la meilleure façon de mettre en œuvre les changements nécessaires. L'objectif visé consisterait à favoriser la formation des cours, la concurrence et l'équité.

L'imposition de cette obligation aux marchés nécessiterait un suivi et une application efficaces des politiques et procédures du marché ainsi qu'un suivi de la façon dont elles sont mises en œuvre. Pour l'heure, on prévoit qu'il reviendrait aux ACVM de vérifier et de faire en sorte que les bourses observent l'obligation générale (suivant le modèle de l'autorité responsable) et qu'il reviendrait à SRM de faire en sorte que les SNP respectent cette obligation. Selon la manière dont un marché s'acquitte de ses obligations, il pourrait également être nécessaire de surveiller les courtiers et les autres personnes conformément aux dispositions en matière d'accès du Règlement 23-101. Afin d'assurer l'uniformité des obligations et de la surveillance, SRM apportera des modifications qui correspondent aux obligations imposées par les ACVM.

Il est important de noter que le fait d'imposer aux marchés l'obligation d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours ne signifie pas que les marchés seraient tenus d'établir des liens entre eux. Bon nombre des commentaires reçus présument que le fait d'imposer cette obligation aux marchés entraînerait l'établissement de liens obligatoires.

¹⁹ Le terme « marché » désigne un marché canadien (une bourse, un système de cotation et de déclaration d'opérations ou un SNP).

À notre avis, un marché pourrait avoir recours à différentes méthodes pour respecter son obligation en matière de politiques et de procédures sans obligatoirement établir des liens, notamment les suivantes.

- Empêcher la saisie sur le marché des ordres qui ne sont pas dotés du meilleur cours disponible.
- Empêcher l'exécution des ordres qui ne sont pas dotés du meilleur cours.
- Permettre l'amélioration des cours de manière à ce qu'une opération soit exécutée au même cours ou à un meilleur cours que le cours disponible sur un autre marché.
- Exiger que les participants prennent certaines mesures précises ou confirment de manière plus générale leurs propres politiques et procédures.
- Permettre la saisie d'« ordre de balayage intermarchés » (au sens attribué à ce terme ci-après).
- Établir volontairement des liens (directs ou indirects par l'intermédiaire d'une entité ayant accès à d'autres marchés) avec les autres marchés afin d'acheminer des ordres et de les apparier avec les meilleurs ordres à cours limité visibles disponibles.

Bien que chacun des marchés aurait l'obligation d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques écrites visant à empêcher l'exécution de transactions hors cours, les marchés pourraient choisir de se distinguer et d'offrir des services qui se démarquent de par la manière dont ils décideront de s'acquitter de cette obligation. Les marchés pourront adopter des politiques différentes; toutefois, le résultat devrait être le même pour tous les marchés, soit la réduction au minimum des transactions hors cours.

Nous sollicitons des commentaires portant plus particulièrement sur le bien-fondé d'imposer également aux participants au marché des restrictions relativement à l'exécution d'un ordre sur un marché étranger. Si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est appliquée au niveau des marchés, les exigences d'un marché n'empêcheraient pas un participant au marché de contourner les ordres dotés d'un meilleur cours en négociant sur des marchés situés à l'extérieur du Canada. Il pourrait être nécessaire de protéger les ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché canadien en raison de l'importance que représentent les titres inscrits à la cote d'une bourse canadienne qui sont intercotés ou négociés sur un marché réglementé organisé à l'extérieur du Canada. La négociation de ces titres représente un pourcentage beaucoup plus élevé du volume d'opérations sur les marchés canadiens que sur les marchés américains, comme le NYSE. Le fait que la règle de protection des ordres prévue dans le règlement dit *Regulation NMS* ne tient pas compte des marchés étrangers pourrait s'expliquer par l'importance beaucoup moindre pour les marchés américains de la négociation à l'étranger de titres inscrits à la cote d'une bourse américaine. En outre, comme il est mentionné ci-dessus, on peut faire valoir que le processus de formation des cours revêt une plus grande importance pour les marchés canadiens étant donné que ces derniers ont une capacité d'absorption et une liquidité moindres que les marchés américains.

L'établissement d'une restriction supplémentaire pour les participants au marché aurait pour effet d'imposer le fardeau réglementaire à la fois aux marchés et aux participants au marché en ce qui concerne la négociation sur les marchés étrangers. Par conséquent, nous sollicitons des commentaires portant plus particulièrement sur le bien-fondé d'imposer directement aux participants au marché une restriction supplémentaire les obligeant à exécuter les ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché canadien avant de le faire sur un marché étranger, ou à le faire simultanément sur un marché canadien et sur un marché étranger.

Question 1 : *En plus d'imposer aux marchés l'obligation générale d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites visant à empêcher l'exécution de transactions hors cours, serait-il également nécessaire d'imposer aux participants au marché une restriction relativement à l'exécution de transactions sur les marchés étrangers?*

Nous reconnaissons que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aura vraisemblablement une incidence sur les coûts pour certains participants au marché. Nous préparons une analyse coûts-avantages de la proposition visant les transactions hors cours et solliciterons des commentaires auprès des intéressés.

Question 2 : *Quels sont les facteurs dont nous devrions tenir compte dans le cadre de notre analyse coûts-avantages de la proposition visant les transactions hors cours?*

Question 3 : *Souhaiteriez-vous participer à l'analyse coûts-avantages en nous faisant part de vos suggestions?*

c) *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait à tous les titres cotés (à l'exclusion des dérivés) visés par un « ordre protégé » (au sens attribué à ce terme ci-après)*

Nous proposons d'appliquer l'interdiction de procéder à des transactions hors cours principalement aux titres cotés (à l'exclusion des dérivés). La majorité des personnes qui ont formulé des commentaires estiment que la restriction ne devrait pas porter initialement sur les opérations sur titres à revenu fixe et sur dérivés, étant donné que chacun de ces titres possède des caractéristiques qui lui sont propres. Bien que nous prévoyions restreindre l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours aux titres cotés, à l'exclusion des dérivés, selon les résultats obtenus à la suite de sa mise en œuvre, nous pourrions examiner la possibilité d'établir ultérieurement des exigences similaires pour les titres à revenu fixe et les dérivés.

Sous réserve de certaines exceptions, la règle de protection des ordres prévue dans le règlement dit *Regulation NMS* s'applique pendant les heures normales de négociation (définies comme étant de 9 h 30 à 16 h 00 HE, sauf indication contraire). Nous examinons la possibilité de définir les heures normales de négociation dans un contexte réglementaire, ce qui est pertinent pour les besoins de la réglementation des transactions hors cours. Nous sollicitons plus particulièrement des commentaires au sujet du bien-fondé d'appliquer l'interdiction de procéder à des transactions hors cours uniquement pendant les heures normales de négociation (sous réserve de certaines exceptions mentionnées ci-après).

Question 4 : *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait-elle s'appliquer uniquement pendant les heures normales de négociation? Dans l'affirmative, comment devrait-t-on définir le terme « heures normales de négociation »?*

d) *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours s'appliquerait à la tranche visible de la totalité des ordres dotés d'un meilleur cours accessibles automatiquement (les « ordres protégés »), sans égard au marché sur lequel ils sont saisis*

La majorité des personnes qui ont formulé des commentaires sont en faveur de l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours à tous les ordres visibles, sans égard à leur emplacement dans le registre. Autrement dit, la majorité de ces personnes étaient en faveur d'une restriction portant sur la pleine profondeur du registre. Par conséquent, la proposition s'applique à la totalité des ordres protégés qui sont visibles. Ce point de vue diffère du modèle adopté aux États-Unis aux termes du règlement dit *Regulation NMS*, qui protège la tête du registre de chaque marché automatisé dont les ordres sont admissibles à la protection offerte.

Si une agence de traitement de l'information est en opération, il est prévu que celle-ci fournira de l'information à l'égard de la pleine profondeur du registre pour la totalité des ordres visibles portant sur des titres de participation. Toutefois, nous sollicitons des commentaires portant plus particulièrement sur

le bien-fondé de restreindre ou non la liste consolidée à un certain nombre de niveaux, par exemple les cinq premiers, et de limiter par la même occasion à ce nombre de niveaux l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

En outre, ainsi qu'il est mentionné ci-dessus, la proposition s'appliquerait uniquement aux « ordres protégés ». Nous avons inclus cette disposition afin de tenir compte des différentes méthodes de négociation employées par les marchés et d'établir une distinction entre les marchés automatisés et les marchés nécessitant une certaine forme d'intervention humaine. Cette distinction a pour but de promouvoir l'équité et l'innovation.

Question 5 : La liste consolidée (et, par extension, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours) devrait-elle se limiter aux cinq premiers niveaux? Serait-il plus approprié de fixer un autre nombre de niveaux (par exemple, la tête du registre) en matière de transactions hors cours? Quelle incidence l'absence d'agence de traitement des données fournissant de l'information centralisée sur les ordres et les opérations a-t-elle?

e) *La proposition visant les transactions hors cours imposerait un plafond au montant qu'un marché pourrait exiger pour donner accès à un ordre doté d'un meilleur cours*

Nous sommes d'avis qu'il est important de fixer un plafond quant aux droits d'accès à un cours pouvant être exigés par un marché visible. Ce plafond sert à garantir que le meilleur cours visible est le meilleur cours disponible compte tenu de ces droits d'accès et que l'inverse ne se produise pas, c'est-à-dire que ce qui semble être le meilleur cours ne le soit pas réellement en raison des droits d'accès déjà payés.

Il convient de noter que ce plafond porte uniquement sur les droits d'accès aux cours exigés par un marché. D'autres frais d'opération pourraient être envisagés dans le cadre de la meilleure exécution. Par le plafonnement des droits d'accès, nous aspirons à favoriser la comparabilité des cours sur tous les marchés, le but étant de limiter la variation entre le cours obtenu moyennant des droits d'accès et le cours affiché. Nous sollicitons plus particulièrement des commentaires au sujet du plafonnement des droits.

Question 6 : Devrait-on établir un plafond aux frais exigés par transaction pour accéder à un ordre sur un marché en matière de transactions hors cours?

f) *Marchés spécialisés*

Les textes sur les SNP en vigueur imposent aux SNP des obligations en matière d'accès équitable qui interdisent à un SNP d'imposer indûment à une personne ou société des interdictions, des conditions ou des restrictions à l'égard de l'accès à ses services. Selon notre interprétation des obligations en matière d'accès équitable, un SNP peut établir des critères restreignant l'accès à un type de participants au marché en particulier (par exemple, uniquement les adhérents institutionnels), tant que cette façon de faire ne va pas à l'encontre de l'intérêt public. En conséquence, de plus en plus de SNP limitent l'accès à un groupe en particulier (les « marchés spécialisés »). Cette capacité de restreindre l'accès est limitée par l'obligation pour le SNP qui atteint 20 % du volume d'opérations quotidien moyen pour un titre d'en informer l'autorité en valeurs mobilières compétente et de s'entretenir avec elle afin de déterminer s'il devrait être réglementé en tant que bourse (et ainsi être assujéti à une réglementation plus stricte). À ce moment-là, les ACVM examineraient en outre s'il est approprié pour le SNP de continuer à limiter l'accès.

Des modifications récentes aux RUIM confirment expressément qu'un courtier peut ne pas avoir l'obligation d'exécution au meilleur cours à l'égard d'un ordre doté du meilleur cours sur tous les

marchés²⁰. Pour qu'un participant (au sens des RUIM) soit en mesure de démontrer qu'il a fait des « efforts raisonnables » pour exécuter un ordre client au meilleur cours, SRM s'attend à ce que le participant traite les ordres « dotés d'un meilleur cours » qui sont visibles sur un autre marché qui réunit toutes les conditions suivantes :

- il diffuse des données quant aux ordres en temps réel et par voie électronique par l'entremise d'un ou de plusieurs fournisseurs d'information;
- il autorise les courtiers à avoir accès à la négociation en qualité de mandataire;
- il fournit une saisie des ordres électroniques pleinement automatisée;
- il fournit l'appariement des ordres et l'exécution des transactions pleinement automatisés.

Question 7 : Les ACVM devraient-elles établir un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer un accès à tous les groupes de participants au marché? Dans l'affirmative, quel est le seuil approprié?

En supposant que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours constitue une obligation envers le marché en général, pour l'application du règlement portant sur les transactions hors cours, les marchés spécialisés comportant des ordres à cours limité visibles et immédiatement accessibles ne devraient pas pratiquer de discrimination envers les non-membres. Selon cette obligation, les marchés spécialisés pourraient être tenus de permettre l'exécution d'ordres pour le compte de non-membres qui ont besoin d'avoir accès aux meilleurs cours. Ou encore, l'accès pourrait être fourni par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent). Le membre (ou l'adhérent) exigerait alors des droits au non-membre en contrepartie de ce service. Autrement dit, un marché ne doit pas interdire l'accès aux non-membres qui accèdent à un cours par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent) dans le but de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Il est important de noter que l'accès aux fins de l'exécution d'un ordre en particulier serait octroyé pour les besoins du respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours et est distinct de l'accès ou de l'adhésion en général, qui peut comprendre la capacité d'afficher des ordres à cours limité et des ordres comportant des désignations diverses.

Question 8 : Devrait-on interdire aux marchés spécialisés de refuser l'accès aux non-membres, de manière à ce que ces derniers puissent accéder, par l'intermédiaire d'un membre (ou d'un adhérent), aux ordres à cours limité visibles et immédiatement accessibles afin de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

- **Les SNP devraient-ils être tenus de fournir l'accès direct aux fins de l'exécution d'ordres si aucun adhérent n'offre ce service?**
- **Cette solution est-elle commode?**
- **Devrait-on établir pour les marchés spécialisés un seuil en pourcentage sous lequel l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas aux ordres ou aux opérations sur ce marché?**

g) *L'interdiction de procéder à des transactions hors cours n'élimine pas ni ne réduit l'obligation de meilleure exécution à laquelle un participant est assujéti.*

²⁰ Voir l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-002 – Approbation de modifications – Dispositions se rapportant aux marchés concurrentiels (26 février 2007).

Aux termes de la proposition visant les transactions hors cours, toutes les opérations sur titres cotés, à l'exclusion des dérivés, seraient assujetties aux obligations mentionnées ci-dessus. La proposition n'éliminerait pas l'obligation de meilleure exécution à laquelle un participant au marché est assujetti. Elle exigerait que les ordres soient exécutés au meilleur cours disponible; toutefois, le courtier ou le conseiller assujetti à l'obligation de meilleure exécution serait tenu de comprendre les caractéristiques et la qualité des marchés disponibles afin de déterminer à quel moment, vers quelle installation et de quelle manière les ordres doivent être acheminés. Un exposé plus détaillé de la meilleure exécution est présenté ci-après.

h) *Exceptions*

Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'objectif général de la protection contre les transactions hors cours est de promouvoir un marché équitable, c'est-à-dire un marché où les tranches visibles des ordres à cours limité dotés du meilleur cours sont exécutées avant les ordres dotés de cours inférieurs. Cependant, il importe de reconnaître la grande complexité des questions liées à l'application de l'interdiction de procéder à quelque transaction hors cours que ce soit dans un contexte de multiplicité des marchés. La rapidité d'acheminement et d'exécution des ordres ajoute à la complexité. Selon nous, comme les marchés en concurrence offrent une rapidité et une certitude de l'exécution différentes, il est difficile d'assurer la protection des cours d'un marché à l'autre.

Le texte qui suit expose certaines exceptions possibles en vue de favoriser l'équité, l'innovation et la concurrence. Les exceptions à l'obligation générale doivent se justifier par des politiques et ne devraient pas fournir l'occasion de recourir à un arbitrage réglementaire entre des marchés. Par exemple, des participants ne devraient pas être encouragés à acheminer des ordres à un marché en particulier afin de se soustraire aux obligations réglementaires auxquelles les autres sont assujettis.

Pour les besoins de notre exposé, nous avons réparti les exceptions dans les catégories suivantes : les exceptions existantes aux termes des RUIM, les exceptions visant à faciliter l'application des règles proposées dans un contexte de multiplicité des marchés et d'autres exceptions qui se veulent une réponse équilibrée aux besoins potentiellement contradictoires des participants.

i. Exceptions existantes

À l'heure actuelle, aux termes des RUIM, un participant est tenu de déployer des efforts raisonnables pour s'assurer que les ordres sont exécutés au meilleur cours, sauf dans certaines circonstances. La majorité des personnes qui ont formulé des commentaires étaient en faveur du maintien des exceptions actuelles prévues par les RUIM, y compris les exceptions concernant les ordres assortis de conditions particulières. De façon générale, la règle évoquée ci-dessus ne s'applique pas aux trois grandes catégories d'ordres suivantes :

- les ordres dotés d'un cours qui n'est pas connu au moment de leur saisie ou de leur exécution (par exemple, les ordres au cours du marché, les ordres au dernier cours, les ordres au premier cours et les ordres à prix moyen pondéré en fonction du volume);
- les ordres dotés d'un cours établi en fonction des cours obtenus à l'occasion d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés (par exemple, les ordres de base);
- les ordres dont l'exécution est assortie de certaines conditions (par exemple, les ordres assortis de conditions particulières).

En règle générale, nous sommes favorables à l'existence de ces grandes catégories d'ordres visés par une dispense. Toutefois, à l'heure actuelle, aux termes des RUIM, la règle s'applique tout de même aux ordres assortis de conditions particulières dans certaines circonstances. Le fait d'accorder une dispense générale pour tous les ordres assortis de conditions particulières risquerait d'entraîner des abus

s'il suffisait d'ajouter une condition à un ordre pour se soustraire à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Question 9 : Y a-t-il des types d'ordres assortis de conditions particulières qui ne devraient pas être visés par la dispense relative à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

ii. Exceptions visant à faciliter l'application des règles proposées

Exceptions relatives aux systèmes

Un marché peut à l'occasion éprouver des problèmes techniques. Nous estimons qu'il est nécessaire de prévoir une exception à l'obligation d'accéder aux ordres protégés lorsqu'un marché est aux prises avec l'un des problèmes suivants : une défaillance technique, un mauvais fonctionnement ou un retard important. Cette exception devrait procurer aux marchés la marge de manœuvre dont ils ont besoin lorsqu'ils traitent avec un marché dont les systèmes technologiques connaissent des difficultés (qu'elles puissent être résolues à brève échéance ou non). De plus, elle favoriserait le traitement équitable des participants en établissant clairement qu'un marché donné ne fonctionne pas comme il le devrait.

Cotation oscillante

Comme nous l'avons déjà dit, la rapidité avec laquelle les transactions ont lieu et la difficulté d'appliquer sur tous les marchés l'interdiction de procéder à des transactions hors cours font en sorte qu'il est presque impossible d'empêcher que de telles transactions ne se produisent. L'augmentation de la négociation algorithmique et de la négociation automatisée (*black-box trading*), qui génèrent des ordres multiples de courte durée (qui parfois sont saisis puis annulés en l'espace de quelques secondes) à l'égard de chaque transaction effectuée, a accru la rapidité avec laquelle les ordres dotés d'un meilleur cours s'affichent. Étant donné la fluctuation rapide des cours, il est possible que, du point de vue technique, des transactions hors cours se produisent, même si toutes les précautions raisonnables ont été prises et que des efforts légitimes ont été déployés en vue d'exécuter une transaction au meilleur cours disponible.

Nous envisageons d'ajouter une exception tenant compte du fait qu'une transaction pouvant sembler hors cours résulte dans les faits d'une cotation oscillante. Autrement dit, le cours constituait le meilleur cours disponible au moment de la saisie de l'ordre mais, du fait de la fluctuation rapide du cours, il ne correspondait plus au meilleur cours disponible au moment de l'exécution de l'ordre.

Question 10 : Existe-t-il actuellement des outils technologiques qui permettraient de surveiller les transactions hors cours et d'appliquer une exception pour la cotation oscillante?

Question 11 : L'exception devrait-elle uniquement s'appliquer pendant une période déterminée (par exemple, une seconde)? Dans l'affirmative, quelle est la période appropriée?

Ordre de balayage intermarchés

Un ordre de balayage intermarchés est un ordre qui indique que l'entité chargée de générer l'ordre (un participant ou un marché) a vérifié où se trouvent les meilleurs ordres disponibles qui soient visibles et dotés d'un meilleur cours et qu'elle s'efforce d'exécuter son ordre contre ces ordres. Un marché qui reçoit un « ordre de balayage intermarchés » n'a plus l'obligation de s'assurer qu'il n'existe pas de meilleur cours disponible. Cette exception peut également faciliter l'exécution immédiate d'ordres visant des blocs importants de titres. Ainsi, un participant au marché qui souhaite exécuter un ordre qui serait hors cours par rapport à un ou plusieurs ordres dotés de meilleurs cours sur d'autres marchés pourrait le faire s'il achemine simultanément un ou plusieurs ordres de balayage intermarchés en vue d'exécuter son ordre contre la taille intégrale affichée de chaque ordre doté d'un meilleur cours. Cette exception vise à faciliter le respect de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

iii. Autres exceptions

Négociation hors séance

Même si nous sollicitons des commentaires sur la question de savoir si l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait ou non s'appliquer pendant les « heures normales de négociation », il est à noter que les heures d'ouverture peuvent différer d'un marché à l'autre. Certains marchés prévoient la tenue, après les heures normales, d'une séance de négociation au cours qu'ils ont établi pendant leurs heures normales de négociation. Il s'agit d'un aspect important pour les participants au marché, comme les organismes de placement collectif, qui sont évalués par rapport aux cours de clôture. Nous envisageons d'ajouter une exception à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours à l'égard des transactions effectuées après les heures normales de négociation²¹. Ainsi, un négociateur pourrait, pendant la négociation hors séance, exécuter des ordres dotés du cours de clôture établi par un marché donné sans qu'il n'ait à les exécuter contre des ordres dotés d'un meilleur cours sur d'autres marchés. Une telle exception favorise l'équité pour les participants qui doivent obtenir un certain cours. SRM a modifié les RUIM pour qu'elles prévoient un « ordre au cours de clôture » en vue de faciliter la négociation sur un marché, après les heures normales de négociation, d'un titre donné à son cours vendeur de clôture sur le marché en question²².

Question 12 : Cette exception devrait-elle uniquement s'appliquer aux transactions devant se produire au cours de clôture d'un marché donné? Y aurait-il des incidences sur l'équité si on ne prévoyait pas de traitement analogue pour les ordres sur un autre marché qui sont dispensés d'être exécutés au cours de clôture pendant une séance tenue après les heures de négociation dans le cas où ce cours est meilleur?

Exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur

Nous envisageons aussi d'ajouter une exception à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, qui s'appliquerait aux deux parties à l'origine d'une transaction sur un mécanisme d'opérations en bloc visibles, à l'égard du volume résiduel de toute transaction pouvant avoir lieu pendant une période déterminée, à condition que la transaction initiale ait eu lieu au meilleur cours disponible et moyennant une taille minimale d'ordres. Cette exception a pour objet de faciliter l'exécution de tout volume résiduel après l'exécution d'une importante transaction en bloc (qui a été exécutée au meilleur cours). Plusieurs marchés ont indiqué qu'ils aimeraient offrir à leurs participants un mécanisme leur permettant d'effectuer des transactions à l'égard d'un volume résiduel d'ordres sans être visés par l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Ils font valoir que la transaction initiale était assujettie à la règle sur les transactions hors cours et que des négociateurs opportunistes pourraient utiliser l'information et tenter d'en tirer profit. L'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur permettrait aux parties à l'origine de la transaction en bloc d'exécuter tout volume résiduel de leur transaction en soustrayant toute transaction résultante à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours durant une période limitée. Après cette période, toute nouvelle transaction serait soumise à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Question 13 : Devrait-on restreindre l'application de l'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur au volume résiduel d'une transaction ou l'étendre à tout volume négocié entre les deux parties à l'origine d'une transaction? Quelle serait la durée appropriée de la période visée par l'exception?

Autres exceptions

²¹ Les modifications aux RUIM entrées en vigueur le 9 mars 2007 comprennent une dispense de l'obligation d'accorder le meilleur cours en ce qui concerne les ordres aux cours de clôture. Se reporter à la note de bas de page n° 20.

²² Ibid., note de bas de page n° 20.

D'autres types d'ordres ou des ordres comportant d'autres caractéristiques pourraient faire l'objet d'une exception à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Question 14 : Les transactions hors cours devraient-elles être autorisées dans d'autres circonstances? Par exemple, existe-t-il des types d'ordres en particulier ou des ordres comportant des caractéristiques précises qui devraient être dispensés de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

3. Modifications corrélatives des RUIM

Obligations actuelles

Aux termes de la Règle 5.2 des RUIM, un participant a l'obligation de déployer des efforts raisonnables afin de combler des ordres dotés d'un meilleur cours sur un marché avant d'exécuter une transaction moyennant un cours inférieur sur un autre marché ou sur un marché étranger. Dans la Politique 5.2, SRM a indiqué qu'elle prendrait en considération le fait que le participant est membre, utilisateur ou adhérent du marché sur lequel se trouve le meilleur cours lorsqu'elle établit si un participant a déployé des « efforts raisonnables » afin d'obtenir le meilleur cours dans le cadre de l'exécution de l'ordre client. Aux termes de la Règle 5.2 et de la Politique 5.2, l'obligation d'« exécution au meilleur cours » s'applique aux transactions effectuées par un participant pour son compte propre ou pour celui d'un client. Les personnes ayant droit d'accès qui négocient sur un marché ne sont pas assujetties à l'obligation d'« exécution au meilleur cours ».

Modifications proposées

Avant la publication du Document de discussion 23-403 des ACVM – *Évolution de la structure du marché et interdiction de procéder à des transactions hors cours*, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2005-016 – *Avis de consultation – Dispositions intermédiaires se rapportant à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours* (le 12 mai 2005). Dans cet avis, SRM proposait d'apporter aux RUIM certaines modifications provisoires en attendant la fin de l'étude découlant du document de discussion. SRM a mis fin au processus d'approbation de ces modifications et devrait les retirer dès que les ACVM auront intégré l'interdiction de procéder à des transactions hors cours dans les textes sur les SNP. SRM proposera alors de modifier les RUIM pour les faire correspondre aux obligations en matière d'interdiction de procéder à des transactions hors cours que les ACVM proposeront à la suite de l'examen des commentaires qu'elles auront reçus sur le présent avis conjoint. Tout projet de modifications corrélatives par SRM donnera lieu à la publication d'un avis relatif à l'intégrité du marché et à une période de consultation devant avoir lieu au même moment que celle qui suivra la publication par les ACVM de modifications proposées aux textes sur les SNP portant sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

4. Autres solutions envisagées

Le texte qui suit résume brièvement les autres solutions que nous avons envisagées et les motifs pour lesquels nous les avons écartées.

a) *Maintien du statu quo et introduction de l'obligation de déclarer l'exécution des ordres*

Nous avons envisagé de ne pas modifier l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Selon les règles actuelles, seuls les courtiers ont l'obligation de ne pas contourner les ordres dotés d'un meilleur cours. Les participants qui ne sont pas des courtiers ne sont pas tenus d'effectuer des transactions au meilleur cours disponible. Cette solution obligerait les courtiers à donner des détails sur l'acheminement et l'exécution des ordres et chaque marché à fournir des renseignements concernant les opérations qui sont effectuées sur celui-ci. Les rapports seraient publiés, et tous les participants au marché pourraient utiliser ces renseignements pour prendre des décisions éclairées en matière

d'acheminement des ordres. Cet outil aiderait également les courtiers et conseillers à réaliser la meilleure exécution.

Notre principale préoccupation à l'égard de cette solution est que, dans les règles actuelles, les obligations auxquelles sont soumis les courtiers diffèrent de celles que doivent respecter les participants au marché qui ne sont pas des courtiers. En outre, l'interdiction actuelle de procéder à des transactions hors cours est liée aux règles de meilleure exécution des RUIM et bien qu'il existe une parenté entre les deux, nous estimons qu'il s'agit de deux obligations distinctes. Nous sommes également d'avis que l'obligation imposée aux marchés d'établir, de maintenir et de faire respecter des politiques et procédures écrites qui sont raisonnablement conçues pour empêcher l'exécution de transactions hors cours est plus souple et permet au secteur de déterminer la meilleure façon de mettre les changements en œuvre.

De plus, même si l'obligation de déclaration à laquelle seraient soumis les marchés et les courtiers pourrait permettre la communication de renseignements utiles sur l'acheminement et l'exécution des ordres, les courtiers et les participants au marché qui ne sont pas des courtiers demeureraient assujettis à des obligations différentes.

b) *Exception visant les titres très liquides*

Nous avons également envisagé de dispenser les titres très liquides ou les titres dont les écarts sont minimes et d'interdire les transactions hors cours sur les titres moins liquides. Cette approche repose sur le fait que les clients individuels sont plus susceptibles de passer des ordres à cours limité sur des titres moins liquides de sociétés à plus faible capitalisation et qu'il faut interdire les transactions hors cours pour encourager les participants à continuer de passer ce type d'ordres. Si les participants voyaient leurs ordres à cours limité sur des titres non liquides continuellement contournés, ils pourraient cesser de passer de tels ordres²³. En ce qui concerne la négociation des titres très liquides, on suppose généralement que l'écart et l'arbitrage entre les marchés maintiendront les cours sur les différents marchés dans une fourchette serrée et que, par conséquent, des règles sur les transactions hors cours ne sont peut-être pas nécessaires.

Cette solution ne correspond pas à l'opinion selon laquelle la prévention des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers le marché en général. De plus, elle nous obligerait à définir ce qui constitue un titre « très liquide » et à établir des contrôles à cet égard si les comportements de négociation changeaient. Il pourrait également être difficile pour les participants de savoir si un titre est visé par une dispense.

c) *Liens obligatoires pour les marchés dont les volumes d'opérations dépassent un certain seuil en pourcentage*

Une autre possibilité consistait à obliger un marché dont le volume d'opérations atteint une « masse critique » (par exemple, 10 % des opérations effectuées sur tous les marchés) à s'intégrer aux autres marchés qui ont atteint la masse critique. Ce marché ne serait pas obligé de s'intégrer à un marché qui n'aurait pas atteint ce seuil. Avant qu'un marché n'atteigne ce seuil, l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait que si un participant choisissait d'accéder à ce marché.

Même si nous avons envisagé cette solution, nous craignons de favoriser les marchés en place. En outre, cette solution ne cadre pas avec l'opinion selon laquelle l'obligation d'éviter de procéder à des transactions hors cours fait partie du devoir de l'ensemble des participants au marché envers le marché en général. De plus, elle exigerait l'intégration obligatoire du marché (dépassé le seuil de 10 %), alors qu'une solution plus souple permet aux marchés de choisir la manière dont ils s'acquittent de cette obligation.

²³ Kiem, Madhavan, Transaction costs and investment style: An inter-exchange analysis of institutional equity trades.

B. Meilleure exécution

Description des modifications proposées ayant trait à la meilleure exécution

Définition

- Par meilleure exécution, on entend l'exécution d'un ordre aux « conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ».

Règle générale

- Les courtiers et les conseillers sont tenus de réaliser la « meilleure exécution » (la meilleure exécution ne se rapporte plus seulement au « meilleur cours »).

Facteurs supplémentaires

- Pour réaliser la « meilleure exécution », on peut tenir compte d'un certain nombre de facteurs, soit, outre le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction.

1. Contexte

Le 4 février 2005, le personnel de la British Columbia Securities Commission, de l'Alberta Securities Commission, de la Commission des valeurs mobilières du Manitoba, de l'Autorité des marchés financiers et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ont publié le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirects au moyen des courtages* (le « document de réflexion »)²⁴. Le document de réflexion visait à présenter un certain nombre de questions liées à la meilleure exécution et aux accords de paiement indirect au moyen des courtages et invitait les intéressés à faire part de leurs commentaires²⁵.

Dans le document de réflexion, les ACVM ont fait état de l'opinion généralement répandue selon laquelle il n'existe pas de définition simple et purement objective de la « meilleure exécution ». Les ACVM ont souligné que la difficulté d'en arriver à une telle définition provient du fait que pour établir ce qui constitue la meilleure exécution dans une situation donnée, il faut tenir compte de nombreux facteurs. Ainsi, la meilleure exécution a déjà été synonyme d'obtention du meilleur cours, mais récemment elle a été reconnue comme étant fondée sur des facteurs plus généraux et reflétant plus précisément le processus. Les ACVM ont proposé certains éléments clés de la meilleure exécution, à savoir le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction. Enfin, nous avons soulevé la question de la mesure, car il s'agit d'un aspect crucial de toute analyse valable de la notion de meilleure exécution.

²⁴ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 5, 2005-02-04.

²⁵ La modification des dispositions actuelles en matière d'accords de paiement indirects au moyen des courtages fait l'objet d'une proposition distincte.

Compte tenu des commentaires reçus pendant la période de consultation²⁶, nous proposons d'apporter à l'obligation de meilleure exécution qui est actuellement prévue par le Règlement 23-101 des modifications qui tiennent compte des exigences actuelles en vertu des RUIIM. Les modifications corrélatives apportées aux RUIIM par SRM viennent harmoniser le libellé des RUIIM avec celui des projets de règlement et d'instruction générale des ACVM.

2. Aspects clés

Afin d'actualiser et de clarifier les dispositions relatives à l'obligation de meilleure exécution prévue par le Règlement 23-101, nous proposons d'y apporter les modifications suivantes²⁷.

a) *Définition de la meilleure exécution et obligation de réaliser la meilleure exécution*

Pour tenir compte de tous les facteurs qui déterminent la meilleure exécution, les ACVM proposent de modifier les dispositions pour y inclure des facteurs autres que le cours. À l'heure actuelle, il n'existe pas de définition du terme « meilleure exécution ». L'article 4.2 du Règlement 23-101 fait plutôt référence au « meilleur prix d'exécution » lorsqu'il est fait état de l'obligation qui incombe au courtier. En outre, dans les RUIIM, on commence par une obligation générale avant de traiter plus précisément du cours. En réponse aux questions soulevées dans le document de réflexion, nombre de personnes qui ont fait des commentaires ont fait valoir que les obligations actuelles en matière de meilleure exécution sont trop étroites et que la meilleure exécution devrait refléter principalement le processus et non une norme absolue à appliquer à chaque transaction.

Compte tenu des commentaires reçus sur le document de réflexion, les ACVM proposent de définir la meilleure exécution comme suit : les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances²⁸. L'Instruction générale relative au Règlement 23-101 (l'« Instruction générale 23-101 ») précise que la définition s'appliquera différemment selon les circonstances et, également, selon la personne chargée de réaliser la meilleure exécution²⁹. Pour déterminer quelles sont les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances, il convient de prendre en considération les principaux éléments énoncés (soit le cours, la rapidité et la certitude de l'exécution ainsi que le coût global de la transaction). Ces principaux éléments englobent d'autres facteurs, comme la liquidité, l'incidence sur le marché ou le coût de renonciation.

Question 15 : Y a-t-il d'autres éléments pertinents à prendre en considération?

Question 16 : Quelle est l'incidence sur les petits courtiers de la coexistence de plusieurs marchés et de l'élargissement de la notion de meilleure exécution?

²⁶ Un résumé des commentaires reçus a été publié au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 50, 2005-12-16.

²⁷ Il est à noter que les propositions s'ajoutent aux obligations applicables en droit civil, au Québec, et en common law.

²⁸ Projet de modification du Règlement 23-101, article 1.1.

²⁹ Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, paragraphe 1.1.1.

b) *Application au courtier de l'obligation de meilleure exécution*

Pour s'acquitter de son obligation de meilleure exécution, le courtier devra faire des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution. Lorsqu'un titre se négocie sur plusieurs marchés, il n'est pas nécessaire que les courtiers conservent l'accès à tous les marchés. Pour réaliser la meilleure exécution, le courtier devrait évaluer s'il est pertinent de prendre en compte tous les marchés, canadiens et étrangers, sur lequel le titre se négocie. De plus, les ACVM proposent de préciser que la « meilleure exécution » variera selon les circonstances et que le courtier doit être en mesure de démontrer qu'il a mis en place un processus et qu'il l'a appliqué pour atteindre les résultats escomptés³⁰.

c) *Application au conseiller de l'obligation de meilleure exécution*

La législation en valeurs mobilières dispose que le conseiller a la responsabilité générale d'agir dans l'intérêt de ses clients. Cette responsabilité a été codifiée dans certains textes d'application; par exemple, la *Rule 31-505 Conditions of Registration* de la CVMO (article 2.1) impose au conseiller l'obligation générale d'agir de bonne foi, avec honnêteté et loyauté dans ses relations avec ses clients³¹. Certaines obligations précises sont également prévues par la législation en valeurs mobilières (telle la répartition équitable des transactions entre les comptes clients).

Aux fins de l'actualisation de l'obligation de meilleure exécution, les ACVM ont reconnu qu'elle s'appliquait au conseiller³². Les ACVM admettent que les obligations du conseiller (qui sont en général liées au rendement de ses portefeuilles) diffèrent souvent de celles du courtier (qui sont en général liées à des transactions données). Les ACVM se sont également efforcées de veiller à ce que l'obligation de meilleure exécution ne soit pas incompatible avec les normes établies par des organismes professionnels (comme le CFA Institute). Toutefois, si un conseiller décide de garder le contrôle sur l'ensemble des décisions en matière de négociation, notamment au moyen d'un accès direct, ses obligations seront similaires à celles d'un courtier. Les ACVM ont donc clarifié la façon dont l'obligation de meilleure exécution s'applique au conseiller³³.

Question 17 : L'obligation de meilleure exécution qui incombe au conseiller devrait-elle être identique à celle qui incombe au courtier si le conseiller garde le contrôle sur les décisions en matière de négociation ou devrait-elle être essentiellement fondée sur le rendement du portefeuille? Dans quelles circonstances l'obligation de meilleure exécution devrait-elle être différente?

d) *Rapport sur l'exécution des ordres et la qualité du marché*

Dans le document de réflexion, les ACVM ont fait mention des règles de la SEC concernant l'information à fournir sur l'acheminement des ordres et les pratiques d'exécution. Une de ces règles (soit la *Rule 605* prise en application du règlement dit *Regulation NMS*, anciennement la *Rule 11Ac1-5*) prévoit que les places financières (au sens attribué à *market center* dans cette règle, c'est-à-dire un teneur de marché boursier, un teneur de marché hors bourse, un système de négociation parallèle, une bourse nationale de valeurs mobilières ou une association nationale de valeurs mobilières) sont tenues de fournir mensuellement, par voie électronique, de l'information concernant la qualité d'exécution. Une autre de ces règles (soit la *Rule 606*, anciennement la *Rule 11Ac1-6*) prévoit que les courtiers qui acheminent des ordres pour le compte de clients doivent déclarer trimestriellement le nom des places financières vers lesquelles ils acheminent un pourcentage important de leurs ordres. De plus, les

³⁰ Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, article 4.1.

³¹ Voir également les articles 160 et 160.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* du Québec.

³² Projet de modification du Règlement 23-101, article 4.2.

³³ Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, article 4.1.

courtiers sont tenus de déclarer la nature de leurs relations avec ces places financières, y compris les mécanismes d'internalisation et les accords de paiement pour le flux d'ordres qui pourraient constituer un conflit d'intérêts entre les courtiers et leurs clients. Les courtiers sont également tenus de répondre aux demandes des clients qui veulent savoir où leurs ordres individuels ont été acheminés aux fins d'exécution au cours des six mois précédents.

Les ACVM ont reçu des commentaires partagés à ce sujet. Certains ont avancé qu'il pourrait être avantageux d'adopter des règles analogues au Canada, mais d'autres se sont questionnés sur la pertinence de l'information reçue. Pour faire suite aux commentaires, les ACVM ont adapté l'ensemble de l'information à fournir en mettant l'accent uniquement sur les points qui, à leur avis, pourraient fournir des données importantes pour évaluer la qualité d'exécution.

Les ACVM estiment que la transparence de certains éléments d'information est un critère important et utile aux fins de l'évaluation de la qualité d'exécution et du respect de l'obligation de meilleure exécution. En conséquence, la proposition prévoit des obligations applicables aux marchés³⁴ et aux courtiers³⁵. En ce qui a trait aux marchés, les ACVM proposent que certains éléments d'information fassent l'objet de rapports mensuels, notamment le nombre d'ordres, le nombre de transactions exécutées et la rapidité d'exécution. Les ACVM sont d'avis que ces éléments d'information aideraient les courtiers ou les conseillers à déterminer quelle est la meilleure exécution compte tenu de la qualité du marché (par exemple, la rapidité et la certitude de l'exécution). Les fournisseurs de technologie pourraient également utiliser ces éléments d'information aux fins de l'acheminement des ordres et du respect de la réglementation. Les ACVM estiment que les rapports fourniraient aux clients de l'information leur permettant de poser un regard critique sur les pratiques de leurs intermédiaires en matière de meilleure exécution et de mieux les comprendre.

De plus, les ACVM proposent que les courtiers soient tenus de déclarer trimestriellement les éléments d'information suivants : pourcentage des ordres exécutés à une installation choisie par le courtier, nom des marchés et pourcentage des ordres acheminés vers chacun d'eux, et information concernant tout accord important conclu avec un marché.

Pour prendre connaissance de l'analyse coûts-avantages réalisée par les ACVM au sujet de la mise en place des obligations d'information proposées, se reporter au document intitulé *Cost Benefit Analysis, Proposed Amendments to National Instrument 21-101 Marketplace Operations and National Instrument 23-101 Trading Rules* (en anglais seulement).

Question 18 : Y a-t-il des coûts ou des avantages qui n'ont pas été couverts par l'analyse coûts-avantages?

Les ACVM sollicitent plus particulièrement des commentaires au sujet des obligations d'information qu'il est proposé d'imposer aux marchés et aux courtiers.

Question 19 : Veuillez préciser si, à votre avis, les obligations d'information qu'il est proposé d'imposer aux marchés et aux courtiers fourniraient ou non des renseignements utiles. Y aurait-il lieu de demander d'autres renseignements? Y a-t-il entre les marchés des États-Unis et du Canada des différences ayant pour effet de diminuer l'utilité de ces renseignements au Canada?

Question 20 : Les transactions exécutées sur un marché étranger ou hors bourse devraient-elles faire partie de l'information à fournir par les courtiers?

³⁴ Projet de modification du Règlement 21-101, partie 14.1.

³⁵ Projet de modification du Règlement 23-101, partie 11.1

Question 21 : Les courtiers devraient-ils fournir de l'information sur les ordres acheminés pour l'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours?

Question 22 : Devrait-on inclure dans l'information à fournir par les marchés les statistiques fondées sur des écarts?

Question 23 : Si des titres se négocient sur un seul marché, l'information visée par les obligations d'information proposées serait-elle utile? Est-il possible de faire naître de telles obligations seulement dès que ces titres se négocient sur plus d'un marché? Les marchés seraient-ils toujours en mesure de savoir quand cette situation s'est produite?

3. Modifications corrélatives des RUIM

Exigences actuelles prévues par les RUIM

Le paragraphe 5.1 des RUIM exige d'un participant qu'il s'efforce d'exécuter chaque ordre client aux conditions les plus avantageuses pour le client le plus rapidement possible dans les conditions existantes du marché.

Modifications proposées aux RUIM

Simultanément à la publication du présent avis conjoint, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-008 – *Avis de consultation – Dispositions concernant la meilleure exécution* (le 20 avril 2007), dans lequel il est proposé d'apporter aux règles et aux politiques prévues par les RUIM d'autres modifications se rapportant à la « meilleure exécution » afin de les faire correspondre aux modifications proposées aux textes sur les SNP et à l'instruction générale en ce qui concerne l'obligation de « meilleure exécution » du courtier dans le cadre du traitement des ordres clients.

Les dispositions relatives à la « meilleure exécution » prévues dans le projet de modification du Règlement 23-101 s'appliqueront tant aux courtiers qu'aux conseillers. Les modifications qui seront apportées aux RUIM reprendront le libellé de ces dispositions. Cependant, l'exigence prévue par les RUIM s'appliquera uniquement aux participants et non aux conseillers, même dans le cas où le conseiller négocie sur un marché à titre de « personne ayant droit d'accès ».

C. Accès direct

Description des modifications proposées ayant trait à l'accès direct

Qu'est-ce qu'un participant parrainé par un courtier?

- Une personne ou société qui a un accès parrainé par un courtier et qui est un « client institutionnel » au sens du Principe directeur n° 4, *Normes minimales concernant l'ouverture, le fonctionnement et la surveillance des comptes institutionnels*, de l'ACCOVAM, et de ses modifications, y compris les représentants de la personne ou société.

Règles en matière de conformité et de surveillance

- La bourse doit établir des règles pour les participants parrainés par un courtier et les courtiers qui fournissent un tel accès, et doit surveiller les activités de négociation et appliquer ces règles directement ou en faisant appel à un fournisseur de services de réglementation.
- Un fournisseur de services de réglementation doit établir des règles pour un SNP, ses adhérents

et les participants parrainés par un courtier et doit surveiller les activités de négociation et faire appliquer ces règles.

- En plus des ententes requises entre le SNP et ses adhérents et entre la bourse et ses membres, il doit y avoir une entente entre chaque adhérent et le fournisseur de services de réglementation et entre chaque participant parrainé par un courtier et l'entité chargée de la surveillance (soit la bourse, soit le fournisseur de services de réglementation).
- Le courtier qui octroie un accès parrainé par un courtier doit tenir une liste des participants parrainés par un courtier et superviser les activités de négociation.

Formation

- La réussite de l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs (auquel doivent actuellement se soumettre les courtiers qui négocient sur un marché) ou tout autre examen relatif à une formation ou à un cours approuvé.
- Compréhension des règles du système pertinentes.

1. Contexte

À l'heure actuelle, le cadre réglementaire diffère pour les personnes autres que des courtiers qui participent directement au marché (de façon générale, il s'agit d'investisseurs institutionnels; toutefois, dans l'avenir, il pourrait également s'agir d'investisseurs individuels), selon la manière dont elles accèdent au marché. En effet, elles peuvent avoir soit un accès « direct » à une bourse ou à un SNP par le truchement d'intermédiaires (c'est-à-dire par l'entremise d'un courtier agissant en qualité de « parrain »), soit un accès direct à un SNP (en tant qu'adhérent). Au Canada, l'accès parrainé par un courtier est souvent désigné par le terme DMA (pour *Direct Market Access*).

Les RUIM imposent des règles en matière de conformité aux courtiers et aux adhérents d'un SNP (inclus dans la définition de « personne ayant droit d'accès »). Les exigences auxquelles doit se conformer l'adhérent d'un SNP aux termes des règles actuelles se limitent à un petit sous-ensemble des dispositions des RUIM, notamment : l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté, l'interdiction de recourir à des pratiques de négociation manipulatoires ou trompeuses et le respect des restrictions applicables aux ventes à découvert (de même que certaines exigences concernant la désignation des ordres).

Si une personne autre qu'un courtier qui est un « client admissible » a saisi un ordre aux termes d'un contrat d'interfaçage conclu avec un courtier afin de négocier des titres sur un marché (par exemple, en utilisant l'accès prévu à l'article 2-501 des règles et des politiques de la TSX), ce client ne serait pas soumis aux dispositions des RUIM et ne serait pas assujéti aux mesures disciplinaires ou d'application prévues par les RUIM. Par ailleurs, si la même personne autre qu'un courtier était adhérent d'un SNP et saisisait ses ordres directement sur celui-ci, le sous-ensemble des dispositions des RUIM susmentionné s'appliquerait³⁶.

La distinction entre négocier à titre de client admissible et négocier à titre d'adhérent d'un SNP donne lieu à un traitement réglementaire différent qui ne tient pas compte du fait que l'activité est essentiellement la même dans les deux cas :

³⁶ Les RUIM qui s'appliquent sont la Règle 2.1, Principes d'équité, la Règle 2.2, Pratiques de négociation manipulatoires ou trompeuses, la Règle 3.1, Restrictions applicables aux ventes à découvert, et la Règle 6.2, Désignations et identificateurs.

- Les adhérents d'un SNP sont assujettis à la compétence de SRM; les clients admissibles sont assujettis à la compétence des ACVM. Cette division des compétences entre SRM et les ACVM en ce qui concerne la négociation au moyen d'un accès direct peut mener à des mesures d'application différentes, car un courtier qui parraine la négociation au moyen d'un accès direct est assujetti à la compétence de SRM, alors que ses clients admissibles sont assujettis à la compétence des ACVM. En outre, les dispositions des RUIIM n'ont pas toutes leur équivalent dans les dispositions des lois et règlements administrés par les ACVM (y compris ceux concernant les ordres et transactions irréguliers, les ventes à découvert et la désignation des ordres), ce qui signifie que ces dispositions s'appliquent aux activités de négociation des adhérents d'un SNP mais ne s'appliquent pas à celles des clients admissibles.

- Les clients admissibles qui négocient des titres par l'intermédiaire d'un courtier sont actuellement assujettis à certaines règles qui ne s'appliquent pas aux adhérents d'un SNP, notamment la règle existante des RUIIM portant sur les transactions hors cours (puisque ces clients ont accès à un marché par l'intermédiaire d'un courtier qui est assujetti à ces obligations).

- Les courtiers ont des responsabilités de surveillance et de conformité à l'égard des activités de négociation de leurs clients admissibles aux termes de la partie 7 des RUIIM; les SNP n'ont pas actuellement les mêmes responsabilités aux termes des RUIIM à l'égard des activités de négociation de leurs adhérents.

Par conséquent, nous proposons des modifications visant à aplanir les différences qui existent entre les obligations qui s'appliquent à un adhérent d'un SNP et celles qui s'appliquent à un client qui saisit un ordre par voie électronique conformément à une entente de DMA conclue avec un courtier.

2. Aspects clés

De manière à aplanir les différences qui existent entre les obligations et à faire en sorte que les participants qui ne sont pas des courtiers soient assujettis aux mêmes règles qu'ils saisissent un ordre directement sur un SNP (à titre d'adhérent) ou au moyen d'un DMA, nous proposons des modifications se rapportant à l'accès en général.

Les ACVM proposent de définir « participant parrainé par un courtier » comme une personne ou société dont l'accès « direct » à un marché est assuré par un courtier (cette définition s'appliquerait uniquement aux clients institutionnels). Les ACVM croient qu'il est important de clarifier les obligations de toutes les parties : les marchés, les courtiers (que ce soit à titre de membres d'une bourse ou d'adhérents d'un SNP) et les participants parrainés par un courtier, canadiens ou étrangers.

La bourse et le SNP ont tous deux la responsabilité de s'assurer que les candidats à l'octroi d'un « accès parrainé par un courtier » respectent les règles qui leur sont imposées ainsi que leurs obligations contractuelles. De même, la bourse serait tenue de surveiller les négociations des participants parrainés par un courtier et d'appliquer les règles soit directement, soit par l'intermédiaire d'un fournisseur de services de réglementation. La bourse aurait également à établir à l'intention de ses membres des règles en matière d'examen et de déclaration des activités des participants parrainés par un courtier qui accèdent à la bourse par leur intermédiaire³⁷. Le SNP serait obligé de faire appel à un fournisseur de services de réglementation pour la surveillance des transactions sur le système et de la conduite de ses adhérents et des participants parrainés par un courtier³⁸. Il est également important de préciser qu'en matière de conformité, le SNP conserve une certaine part de responsabilité à l'égard de son marché dans les situations où il pourrait être mieux placé que le fournisseur de services de réglementation pour obtenir de l'information. Par exemple :

³⁷ Projet de modification du Règlement 23-101, article 7.1.

³⁸ Projet de modification du Règlement 23-101, articles 8.1 et 8.2.

- le SNP peut posséder sur les relations entre divers comptes d'adhérent du SNP de l'information qui peut permettre de détecter des types d'activités entre des comptes d'adhérent;
- le SNP peut posséder de l'information sur les transactions échouées auxquelles avaient participé des adhérents qui soit utile pour la surveillance des ventes à découvert.

Les ACVM reconnaissent que le SNP puisse ne pas être en mesure de surveiller les transactions en temps réel; toutefois, nous croyons qu'un examen subséquent peut être approprié, selon les circonstances. Le fournisseur de services de réglementation devrait établir (sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités de réglementation) les responsabilités du SNP à l'égard des activités de ses adhérents et de ses participants parrainés par un courtier ainsi qu'à l'égard de la surveillance de ces activités.

Comme il a été mentionné précédemment, un ensemble limité de règles d'intégrité du marché s'applique actuellement aux adhérents du SNP. Les ACVM s'attendent à ce que ces exigences continuent de s'appliquer aux adhérents du SNP et qu'elles s'appliquent aux participants parrainés par un courtier, canadiens ou étrangers, qui ont un accès direct au SNP par l'entremise d'un courtier adhérent ou qui ont un accès direct à une bourse par l'entremise d'un membre. La bourse ou le fournisseur de services de réglementation serait en mesure d'imposer d'autres obligations aux participants parrainés par un courtier, sous réserve des commentaires du public et de l'approbation des autorités en valeurs mobilières compétentes³⁹.

Les ACVM proposent également que certaines obligations relatives à la formation s'appliquent aux participants parrainés par un courtier (soit la réussite de l'examen du Cours de formation à l'intention des négociateurs, auquel doivent actuellement se soumettre les courtiers qui négocient des titres cotés (à l'exclusion des dérivés) ou de tout autre examen relatif à un cours ou à une formation jugés acceptables par l'autorité en valeurs mobilières compétente et la bourse ou le fournisseur de services de réglementation concernés)⁴⁰.

Question 24 : Les clients bénéficiant d'un DMA devraient-ils être tenus de respecter les mêmes obligations que les adhérents avant de pouvoir accéder au marché?

Question 25 : Les obligations concernant les participants parrainés par un courtier devraient-elles s'appliquer lorsque les produits négociés sont des titres à revenu fixe? Des dérivés? Pour quelles raisons?

Question 26 : Est-ce que votre point de vue sur la compétence du fournisseur de services de réglementation (par exemple, SRM pour les adhérents d'un SNP ou une bourse pour les clients bénéficiant d'un DMA) changerait si celle-ci était limitée à certaines circonstances? Par exemple, si les commissions des valeurs mobilières étaient les organismes de réglementation compétents en matière de répression des infractions ayant trait à la manipulation et à la fraude?

Question 27 : Les modifications proposées pourraient-elles inciter les participants parrainés par un courtier à choisir d'autres voies d'accès au marché, notamment des moyens plus traditionnels (comme le téléphone), des marchés étrangers (pour les titres intercotés) ou de multiples niveaux de DMA (par exemple, un client bénéficiant d'un DMA qui fournit un accès à d'autres personnes)?

Question 28 : Devrait-on prévoir pour les clients étrangers qui sont des participants parrainés par un courtier une dispense de l'obligation de conclure une entente avec la bourse ou le fournisseur

³⁹ Projet de modification de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101, partie 7.

⁴⁰ Projet de modification du Règlement 23-101, articles 7.6 et 8.4.

de services de réglementation? Dans l'affirmative, pour quelles raisons et dans quelles circonstances?

Question 29 : Veuillez donner les avantages et les inconvénients d'une nouvelle catégorie de membre d'une bourse qui aurait un accès direct aux bourses sans la participation d'un courtier (à supposer que la compensation et le règlement continuent de s'effectuer par l'entremise d'un adhérent d'une chambre de compensation).

3. Modifications corrélatives des RUIM

Exigences actuelles des RUIM

Les RUIM s'appliquent actuellement aux personnes qui sont soit un « participant », soit une « personne ayant droit d'accès », et imposent des obligations à ces personnes. En règle générale, les RUIM définissent un « participant » comme un courtier qui est membre d'une bourse, utilisateur d'un système de cotation et de déclaration d'opérations (« SCDO ») ou adhérent d'un SNP. Les RUIM définissent actuellement une « personne ayant droit d'accès » comme une personne autre qu'un participant qui est soit un adhérent d'un SNP, soit un utilisateur d'un SCDO. Puisqu'une personne ayant droit d'accès ne traite pas d'« ordres client », elle est assujettie à un sous-ensemble des dispositions des RUIM (qui, comme nous l'avons mentionné ci-dessus, se rapporte principalement à l'obligation de faire preuve de transparence et de loyauté, à l'interdiction de recourir à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses, aux ordres et transactions irréguliers et aux ventes à découvert, de même qu'à des exigences générales en matière de négociation telles que des dispositions relatives à la désignation des ordres et à la saisie des ordres). Si un participant a fourni à certains de ses clients un DMA ou un « accès parrainé par un courtier » au système de négociation d'un marché donné, il doit superviser la conduite de ses clients et surveiller les activités de négociation de ceux-ci, car il est techniquement responsable de toute violation des RUIM résultant de leurs activités de négociation.

Modifications proposées aux RUIM

Simultanément à la publication du présent avis conjoint, SRM a publié l'Avis relatif à l'intégrité du marché 2007-009 – *Avis de consultation – Dispositions concernant l'accès aux marchés* (le 20 avril 2007), dans lequel il est proposé d'apporter des modifications aux règles et aux politiques prévues par les RUIM par suite des modifications proposées au Règlement 23-101 concernant l'« accès parrainé par un courtier » à un marché et les obligations des SNP de surveiller les activités de négociation de leurs adhérents et des personnes ayant un « accès parrainé par un courtier ». En particulier, les modifications qu'il est proposé d'apporter aux RUIM ont les objectifs suivants :

- définir l'« accès parrainé par un courtier »;
- établir les obligations des participants en matière d'information à fournir à SRM au sujet de chaque personne à laquelle un « accès parrainé par un courtier » a été octroyé;
- élargir l'étendue des définitions suivantes :
 - « personne ayant droit d'accès », pour y inclure toute personne (à l'exclusion d'un courtier) à laquelle un participant a octroyé un accès parrainé par un courtier,
 - « participant », pour y inclure un courtier à qui un accès parrainé par un courtier a été octroyé;
- exiger de chaque personne ayant droit d'accès qu'elle conclue une entente avec SRM comme condition préalable à l'accès à un marché;

- exiger de chaque personne autorisée à saisir des ordres pour le compte d'une personne ayant droit d'accès à un marché qu'elle satisfasse à certaines normes minimales de compétence à l'égard des RUIIM et à d'autres exigences réglementaires régissant la négociation de titres sur les marchés;
- établir pour les SNP certaines obligations de surveillance à l'égard des ordres saisis par un adhérent qui n'est pas un courtier.

D. Autres modifications

Les autres modifications que nous avons proposé d'apporter aux textes sur les SNP et aux instructions générales sont résumées ci-dessous.

1. Règlement 21-101

- reformulation de la définition de « titres cotés à l'étranger »⁴¹
- modification des définitions de « membre », d'« utilisateur » et d'« adhérent » pour y inclure le terme « représentants »⁴²
- reformulation des règles de tenue de dossiers pour les marchés (aucun changement aux règles prévues à la partie 11)⁴³
- modification concernant l'obligation pour les marchés de signaler les pannes de système importantes⁴⁴
 - modifications mineures d'ordre administratif⁴⁵

2. Règlement 23-101

- modifications qui précisent que les suspensions de négociation dont il est question sont celles qui sont imposées à des fins réglementaires⁴⁶
- précision du fait que la compétence d'un fournisseur de services de réglementation s'étend au SNP qui cesse son activité ainsi qu'à ses anciens adhérents et participants parrainés par un courtier en ce qui concerne leur conduite pendant qu'ils étaient assujettis aux règles du fournisseur de services de réglementation⁴⁷

⁴¹ Projet de modification du Règlement 21-101, article 1.1.

⁴² Projet de modification du Règlement 21-101, article 1.1.

⁴³ Projet de modification du Règlement 21-101, article 11.2.1.

⁴⁴ Projet de modification du Règlement 21-101, article 12.2.

⁴⁵ Projet de modification du Règlement 21-101, article 1.1, parties 7 et 8, articles 11.1 et 11.2.

⁴⁶ Projet de modification du Règlement 23-101, article 5.1.

⁴⁷ Projet de modification du Règlement 23-101, paragraphe 3 de l'article 8.1.

- reformulation des règles de tenue de dossiers pour les courtiers et les intermédiaires entre courtiers sur obligations (aucun changement aux règles introduites en décembre 2006)⁴⁸

IV. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

Dans les territoires où les modifications proposées aux textes sur les SNP doivent être prises sous forme de règlement, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

V. COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les concepts dont il est question dans le présent avis conjoint et sur les modifications proposées aux textes sur les SNP au plus tard le 19 juillet 2007.

Veuillez adresser vos commentaires aux membres des ACVM ainsi qu'à Services de réglementation du marché inc.

Les commentaires doivent être transmis en deux exemplaires aux membres des ACVM qui suivent, à l'attention de la CVMO, à l'adresse indiquée ci-dessous :

Alberta Securities Commission
 British Columbia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Securities Commission of Newfoundland and Labrador
 Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
 Nova Scotia Securities Commission
 Registraire des valeurs mobilières, Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, gouvernement du Nunavut
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 Securities Office, Île-du-Prince-Édouard
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Registraire des valeurs mobilières, gouvernement du Yukon

⁴⁸ Projet de modification du Règlement 23-101, article 11.2.1.

a/s de M. John Stevenson, secrétaire
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 20 Queen Street West
 Suite 1900, Box 55
 Toronto (Ontario) M5H 3S8
 Courriel : jstevenson@osc.gov.on.ca

Les commentaires doivent également être transmis à l'Autorité des marchés financiers du Québec à l'adresse indiquée ci-dessous :

Madame Anne-Marie Beaudoin
 Directrice du secrétariat
 Autorité des marchés financiers
 800, square Victoria, 22^e étage
 C.P. 246, tour de la Bourse
 Montréal (Québec) H4Z 1G3
 Courriel : consultation-en-cours@lautorite.qc.ca

Les commentaires à l'intention de Services de réglementation du marché inc. doivent être adressés à :

M. James E. Twiss
 Services de réglementation du marché inc.
 Suite 900
 145 King Street West
 Toronto (Ontario)
 M5H 1J8
 Courriel : jim.twiss@rs.ca

Prière de joindre une disquette contenant la version électronique des commentaires. Étant donné que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation, nous ne pouvons assurer la confidentialité des commentaires.

Pour toute question, prière de s'adresser à l'une des personnes suivantes :

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0558, poste 4358
 Tony Wong
 British Columbia Securities Commission
 604-899-6764
 Susan Greenglass
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-8140
 Cindy Petlock
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-2351

Shaun Fluker
 Alberta Securities Commission
 403-297-3308
 Doug Brown
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 204-945-0605
 Randee Pavalow
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-8257
 Tracey Stern
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-8167

James E. Twiss
 Services de réglementation du marché inc.
 416-646-7277

ANNEXE A

Évolution historique de la structure du marché et des mesures réglementaires

Dans la présente annexe, nous exposons les théories historiques et actuelles sur la façon dont les marchés doivent être structurés et les règlements qui ont été pris pour promouvoir les objectifs qui sous-tendent ces théories. Notre analyse tient compte des changements survenus aux États-Unis qui ont influencé l'évolution de la réglementation au Canada.

Les éléments suivants sont définis au début de chaque section de la présente annexe :

- la structure de marché généralement considérée comme idéale ou privilégiée (la « structure de marché privilégiée ») qui permettrait d'atteindre les principes ou les objectifs visés;
- les raisons ou les principes qui déterminent la structure de marché privilégiée (les « objectifs »);
- les mesures qui ont été prises pour atteindre chaque objectif (les « moyens employés »).

Nous présentons ici l'évolution de la structure du marché et des mesures réglementaires sur lesquelles reposent les modifications proposées. Plus précisément, les sections qui suivent traitent de l'évolution de la structure du marché découlant des changements dictés par le secteur et les autorités de réglementation.

A. Rétrospective de la structure du marché au Canada et aux États-Unis avant 1970

- Structure de marché privilégiée : marché centralisé unique
- Objectifs : formation des cours et liquidité
- Moyens employés : monopoles naturels et restrictions réglementaires

Les bourses centralisées étaient considérées comme le type de marché le plus efficace pour la négociation des titres étant donné qu'elles réunissaient les intéressés sur le plan tant physique que temporel, ce qui favorisait la formation des cours et la liquidité (deux caractéristiques importantes des marchés). Ces marchés faisaient figure de « monopoles naturels », puisque le mécanisme d'inscription à la cote et l'accès limité avaient généralement pour effet de concentrer la négociation d'un titre sur un seul marché. La négociation demeurait centralisée du fait que les bourses étaient dotées de règles sur l'inscription à la cote et d'autres règles limitant les lieux où leurs participants pouvaient effectuer des opérations.

B. Évolution des marchés aux États-Unis dans les années 1970 – système de marché national (*National Market System*)

- Structure de marché privilégiée : marchés intégrés
 - Objectifs : formation des cours, liquidité, concurrence et innovation
 - Moyens employés : obligations réglementaires concernant notamment la transparence et l'accès; création d'un système de national (*National Market System*) pour la de l'information de marché et l'unification de les marchés – système de téléscripneur consolidé
- marché
consolidation
l'accès entre

cotation
System) et système
(Intermarket Trading

(Consolidated Tape System), système de
consolidé (Consolidated Quotation
de négociation intermarchés
System)

Au début de 1975, le Congrès américain a apporté des modifications à la *Securities Act* (les « modifications de 1975 ») afin de régler des problèmes relatifs aux bourses régionales, à la croissance marquée des opérations institutionnelles et à l'incidence de la technologie. Les modifications de 1975 visaient principalement à favoriser la création de « [TRADUCTION] marchés individuels assujettis à la même réglementation et reliés entre eux afin de faire connaître les meilleurs cours et de les rendre accessibles »⁴⁹. La SEC était d'avis que la concurrence entre les marchés créerait davantage de choix pour les investisseurs et encouragerait l'innovation. Grâce à une infrastructure de système de marché national, tous les participants auraient accès à l'information concernant les meilleures offres d'achat et offres de vente, on publierait la meilleure offre d'achat et offre de vente sur le plan national (la « NBBO ») et tous les participants auraient la possibilité d'exécuter des ordres à la valeur de la NBBO. Les modifications de 1975 conféraient également à la SEC le pouvoir de réglementer et de surveiller les agences de traitement de l'information telles que la Securities Industry Automation Corporation (SIAC). En outre, elles obligeaient les bourses à renoncer aux règles interdisant à leurs participants de négocier sur d'autres marchés.

C. Évolution des SNP et des règles de traitement des ordres

- Structure de marché privilégiée : marchés intégrés
- Objectifs : formation des cours, liquidité, concurrence, innovation et intégrité des marchés
- Moyens employés : obligations réglementaires concernant la transparence (par exemple, les règles de traitement des ordres), accès mettant davantage l'accent sur la meilleure exécution, mais rejet de la consolidation et des liens obligatoires au Canada

Évolution des SNP aux États-Unis et problèmes relatifs à l'intégrité du NASDAQ. De 1979 jusqu'au début des années 1990, les SNP ont pris leur essor aux États-Unis; ils visaient les investisseurs institutionnels et surtout les titres cotés sur le NASDAQ. Au cours de cette période, des études ont été menées sur les teneurs de marché du NASDAQ et des mesures d'application ont été prises à leur égard⁵⁰. En 1996, la SEC a annoncé de nouvelles règles relatives au traitement des ordres individuels sur les marchés américains en vertu desquelles les courtiers devaient afficher tous les ordres clients à cours limité meilleur que la NBBO dans leur cotation ou par le truchement soit de réseaux de courtage électronique, soit de SNP. Cette exigence a permis d'améliorer la transparence des ordres, facilitant ainsi la formation des cours. En 1998, la SEC a publié la version définitive de ses règles sur les SNP et a établi des obligations de transparence et d'intégration pour les SNP qui effectuaient des opérations sur plus de 5 % du volume d'un titre du système de marché national.

Audiences sur Instinet au Canada. Le débat sur les questions de structure du marché a commencé au Canada en 1989. La CVMO a abordé ces questions pour la première fois dans le cadre des audiences sur Instinet, lorsqu'elle a déterminé qu'il serait préférable d'admettre ce SNP comme membre de la Bourse de Toronto plutôt que de lui permettre de négocier des titres de la Bourse de Toronto en dehors

⁴⁹ Publication n° 34-40760 de la Securities and Exchange Commission, *Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems*, p. 8.

⁵⁰ Christie et Schultz, *The Journal of Finance* (1994).

de celle-ci, et que la Bourse de Toronto devait mettre sur pied un comité d'examen des règles chargé d'évaluer les changements nécessaires pour améliorer la qualité des marchés et limiter la fragmentation des marchés résultant de l'inclusion d'Instinet. Par ailleurs, Instinet s'est vu interdire le droit d'installer des terminaux au Canada.

Rapport de la Bourse de Toronto sur la fragmentation et débats sur la réglementation. En janvier 1997, la Bourse de Toronto a publié un rapport du comité spécial sur la fragmentation (le « rapport sur la fragmentation »). Ce rapport concluait que la qualité des marchés consolidés était supérieure à celle de tous les autres types de marchés, mais qu'il n'était pas toujours possible de répondre aux besoins des différents participants au moyen d'une seule structure de marché.

Les débats sur la réglementation ont porté sur les avantages et les inconvénients de la multiplicité des marchés. Ils ont également porté sur la concurrence engendrée par les nouveaux marchés et les choix offerts aux investisseurs en ce qui concerne le lieu et le mode d'exécution des transactions. On a aussi déterminé que l'implantation de marchés multiples pouvait entraîner une fragmentation de la formation des cours et de la surveillance des marchés.

Les ACVM ont examiné les recommandations formulées dans le rapport sur la fragmentation, selon lesquelles les autorités de réglementation devaient, dans la recherche d'une solution aux problèmes de structure du marché, continuer de promouvoir l'innovation et la concurrence parallèlement à l'établissement de pratiques justes et équitables. Cette question a été abordée en 1999 dans le cadre des propositions sur les systèmes de négociation parallèles⁵¹.

Restructuration des bourses. En 1999, les bourses existantes (soit la Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal, la VSE et l'ASE⁵²) ont conclu une entente aux termes de laquelle chaque bourse se spécialiserait et s'abstiendrait de faire concurrence aux autres pendant une période de 10 ans. Ainsi, la Bourse de Toronto est devenue la bourse des titres de participation de sociétés à forte capitalisation, la VSE et l'ASE ont fusionné pour créer la CDN, soit la bourse des titres de participation de sociétés à faible capitalisation, et la Bourse de Montréal est devenue la bourse des dérivés.

Obligations de transparence, de consolidation des données et d'intégration des marchés dans les textes sur les SNP de 2001. Comme il a été mentionné ci-dessus, les textes sur les SNP adoptés en décembre 2001 visaient à instaurer un régime permettant la concurrence entre les bourses traditionnelles et les autres marchés tout en veillant à ce que la négociation soit équitable et efficiente. Les objectifs visés étaient les suivants :

- offrir aux investisseurs le choix de la méthode d'exécution et du type de marché;
- améliorer la formation des cours;
- réduire les frais d'exécution;
- améliorer l'intégrité des marchés.

Cette démarche était particulièrement importante du fait que les bourses avaient été restructurées et que, en conséquence, les titres n'étaient plus intercotés.

Les textes sur les SNP imposaient des obligations de transparence, de consolidation et d'intégration à l'égard des ordres et des opérations sur les titres cotés et les titres de créance non cotés. Ils

⁵¹ Les règles initiales établissaient des obligations d'intégration des marchés et de transparence des données.

⁵² La Bourse de Winnipeg n'a pas participé à l'entente, mais elle a par la suite été intégrée à la CDN, entité issue de la fusion de la VSE et de l'ASE.

contenaient également des dispositions sur l'exécution au meilleur prix, l'accès équitable et l'interdiction de manipulation et de fraude visant à renforcer l'intégrité de tous les marchés.

Modifications de 2003 – abandon des obligations de consolidation et d'intégration. En 2003, les textes sur les SNP ont été modifiés par la suppression de la notion de consolideur de données et d'intégrateur de marchés pour les titres de participation afin de favoriser l'émergence d'une solution à la consolidation sur ces marchés qui émanerait de ceux-ci. Ces modifications étaient fondées sur une théorie selon laquelle la meilleure exécution exigeait généralement des participants au marché qu'ils effectuent des opérations au meilleur cours – soit directement, soit par l'intermédiaire d'un autre participant au marché – et selon laquelle l'accès aux données, qui était rendue possible grâce aux obligations de transparence, faciliterait la consolidation émanant des marchés. À cette époque, les titres cotés uniquement au Canada n'étaient pas encore négociés sur les SNP et les ACVM étaient d'accord avec la position d'un comité sectoriel selon laquelle il était préférable d'attendre et de surveiller l'évolution des marchés avant d'engager des frais pour la création d'un consolideur.

Modifications de 2005 – re-émergence des marchés multiples au Canada. Lorsque les titres cotés au Canada ont commencé à se négocier sur les SNP, il a fallu revoir les problèmes relatifs à la structure du marché et chercher de nouvelles solutions.