

## Avis de publication

### *Règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché*

### *Règlement modifiant le Règlement 23-101 sur les règles de négociation*

#### **I. Introduction**

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») mettent en œuvre des modifications (les « modifications ») aux textes suivants :

1. le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et l'*Instruction générale relative au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (l'« Instruction générale 21-101 »);
2. le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») et l'*Instruction générale relative au Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (l'« Instruction générale 23-101 »).

Les modifications apportées au Règlement 23-101 portent surtout sur l'obligation des courtiers et conseillers d'obtenir la meilleure exécution.

En Ontario, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) a remis les modifications au ministre des Finances le 20 juin 2008 pour approbation. Sous réserve de l'examen du ministre, elles entreront en vigueur le 12 septembre 2008.

#### **II. Contexte**

Les modifications ont été publiées pour consultation le 20 avril 2007 avec d'autres propositions de modifications dans l'*Avis conjoint sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (l'« Avis conjoint »)<sup>1</sup>. Cet avis, publié conjointement avec Services de réglementation du marché inc. (SRM), maintenant devenu l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), présentait des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution et à l'accès aux marchés ainsi qu'un projet de régime de protection contre les transactions hors cours.

Comme il s'agit de trois sujets distincts soulevant chacun des questions qui leur sont propres, nous avons décidé de traiter séparément et selon des calendriers différents les modifications relatives à l'interdiction de transactions hors cours, à la meilleure exécution et à l'accès aux marchés. Pour le moment, nous apportons aux règlements et instructions susmentionnés les modifications relatives à la meilleure exécution ainsi que d'autres changements, notamment aux dispositions relatives à la piste de vérification électronique. Nous comptons présenter des modifications touchant à la protection contre les transactions hors cours et à l'accès aux marchés dans le cadre de consultations distinctes au cours des prochains mois.

Nous avons reçu dix-neuf mémoires en réponse à la consultation lancée en avril 2007. Nous avons examiné les commentaires reçus et remercions tous les intervenants. La liste des intervenants et un résumé des commentaires portant sur la meilleure exécution, accompagné de nos réponses, figurent à l'annexe A du présent avis.

#### **1. Meilleure exécution**

Pour le moment, les ACVM publient la version finale des modifications relatives à la meilleure exécution.

<sup>1</sup> Bulletin de l'Autorité, Vol. 4, n° 16, 2007-04-20.

Partant des commentaires recueillis sur le Document de réflexion 23-402, *La meilleure exécution et les accords de paiement indirects au moyen des courtages*<sup>2</sup>, les ACVM ont proposé en avril 2007 des modifications aux dispositions du Règlement 23-101 portant sur la meilleure exécution, modifications qui concordent avec les obligations existantes sous les Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM). L'OCRCVM, SRM à l'époque, a publié simultanément des propositions de modifications correspondantes aux obligations de meilleure exécution établies dans les règles et les politiques connexes sous les RUIM.

Les modifications proposées par les ACVM introduisaient une définition de la meilleure exécution et créaient pour les courtiers et les conseillers l'obligation de faire des efforts raisonnables pour réaliser la meilleure exécution. Le projet de modification de l'Instruction générale 23-101 clarifiait que l'obligation de meilleure exécution, ne se limitant pas à l'exécution au meilleur cours, englobait aussi d'autres éléments, tels que les suivants :

- la rapidité d'exécution;
- la certitude de l'exécution;
- le coût global de la transaction.

Le projet de modification de l'Instruction générale 23-101 précisait en outre que l'application de la définition de « meilleure exécution » varie selon les circonstances et suivant la personne devant s'acquitter de l'obligation de meilleure exécution. De plus, la partie 4 de l'Instruction générale 23-101 rappelle que, dans le cas d'un titre se négociant sur plusieurs marchés, le courtier n'est pas tenu de maintenir un accès à tous les marchés. Pour réaliser la meilleure exécution, il devrait évaluer s'il convient de tenir compte de tous les marchés, tant au Canada qu'à l'étranger, sur lesquels le titre est négocié.

Depuis la publication d'avril 2007, nous avons clarifié le libellé de certaines dispositions du Règlement 21-101, du Règlement 23-101 et des instructions générales connexes qui se rapportent à la meilleure exécution, sans toutefois apporter de modifications de fond ou d'importance aux projets de modification publiés avec l'Avis conjoint. En particulier, nous avons précisé les points suivants :

- afin de s'acquitter de l'obligation de faire des « efforts raisonnables » pour réaliser la meilleure exécution, le courtier doit faire des efforts raisonnables pour utiliser les mécanismes qui donnent de l'information sur les ordres et les opérations<sup>3</sup>;
- pour réaliser la meilleure exécution, le courtier ou le conseiller devrait pouvoir démontrer qu'il a respecté ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution; nous avons ajouté que ces politiques et procédures devraient fixer la méthode par laquelle le courtier ou le conseiller détermine s'il a obtenu la meilleure exécution et devraient faire l'objet d'une révision régulière et rigoureuse<sup>4</sup>;
- les politiques et procédures en matière de meilleure exécution devraient inclure l'obligation d'évaluer l'opportunité, selon les circonstances, de prendre les dispositions nécessaires pour accéder aux ordres sur un marché particulier<sup>5</sup>;
- le courtier devrait inclure dans ses politiques et procédures en matière de meilleure exécution l'évaluation régulière de la pertinence de tenir compte des SNP au Canada sur lesquels des titres cotés à l'étranger se négocient et des marchés étrangers sur lesquels ces titres se négocient<sup>6</sup>.

<sup>2</sup> Bulletin de l'Autorité, Vol. 2, n° 5, 2005-02-04.

<sup>3</sup> Modification de l'art. 4.3 du Règlement 23-101 et du par. 8 de l'art. 4.1 de l'Instruction générale 23-101.

<sup>4</sup> Modification du par. 3 de l'art. 4.1 de l'Instruction générale 23-101.

<sup>5</sup> Modification du par. 5 de l'art. 4.1 de l'Instruction générale 23-101.

<sup>6</sup> Modification du par. 6 de l'art. 4.1 de l'Instruction générale 23-101.

L'évolution des marchés nous a décidés à reporter la mise en œuvre des propositions d'obligations d'information des courtiers et des marchés en matière de meilleure exécution. Nous souhaitons les republier et y joindre un exposé des commentaires reçus au cours de la consultation lancée à leur sujet dans l'Avis conjoint, accompagné de nos réponses. Nous signalons toutefois qu'en résumé, les obligations d'information proposées ont reçu un accueil généralement favorable. Les avis étaient partagés sur certains de leurs aspects, comme les statistiques fondées sur des écarts et les titres se négociant sur un seul marché. Les mémoires reçus sont affichés sur le site de la CVMO ([www.osc.gov.on.ca](http://www.osc.gov.on.ca)).

L'OCRCVM publiera prochainement un avis relatif à son projet de modification des RUIIM visant la meilleure exécution. L'entrée en vigueur de cette modification est prévue pour le 12 septembre 2008.

## **2. Protection contre les transactions hors cours**

L'Avis conjoint présentait un projet de régime de protection contre les transactions hors cours qui obligerait les marchés à protéger tous les ordres à cours limité visibles qui sont immédiatement et automatiquement exécutables. Pour en savoir davantage sur le sujet, consulter l'Avis conjoint.

Le régime de protection contre les transactions hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre au niveau du marché a recueilli la faveur générale des intervenants. En conséquence, nous entendons recueillir des commentaires sur un projet de règlement établissant ce régime dans le Règlement 23-101 que nous publierons pour consultation dans les prochains mois. Nous publierons le résumé des commentaires formulés sur le projet de régime et nos réponses à ce moment.

## **3. Encadrement des accès parrainés aux marchés**

L'Avis conjoint exposait également des propositions de modifications créant des obligations supplémentaires relativement à l'accès des participants « parrainés par un courtier » aux marchés (l'accès direct aux marchés). Pour en savoir davantage sur ces propositions de modifications, consulter l'Avis conjoint et le projet connexe de règlement modifiant le Règlement 23-101.

L'OCRCVM, SRM à l'époque, a publié simultanément un projet de modification des RUIIM afin de les conformer aux modifications envisagées par les ACVM. Pour donner suite aux commentaires reçus, les ACVM et l'OCRCVM étudient les modifications envisagées et entendent publier pour consultation une version remaniée des propositions de modifications. Les ACVM publieront le résumé des commentaires reçus sur l'encadrement de l'accès aux marchés et leurs réponses à ce moment. Les intervenants ont généralement appuyé la proposition d'imposer une obligation de formation aux participants parrainés par un courtier. Ils ont par contre exprimé des réserves sur l'obligation des clients de conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation. Les ACVM en tiendront compte dans la révision des propositions.

## **4. Piste de vérification électronique**

Selon la partie 11 du Règlement 23-101, les courtiers et les intermédiaires entre courtiers sur obligations sont tenus d'enregistrer et de transmettre certains renseignements relatifs aux ordres et aux opérations sous forme électronique. Nous avons modifié cette partie ainsi que la partie 8 de l'Instruction générale 23-101 pour clarifier les obligations de conservation des enregistrements incombant aux courtiers et aux intermédiaires entre courtiers sur obligations, sans toutefois apporter de modifications de fond aux règles sur la piste de vérification qui les sous-tendent.

Les propositions de modification publiées en avril 2007 comportaient une disposition devant mettre en œuvre une « forme électronique » déterminée par l'autorité en

valeurs mobilières, le fournisseur de services de réglementation ou l'entité d'autoréglementation (le projet TREATS). Cette disposition et la date de mise en œuvre prévue (le 1<sup>er</sup> janvier 2010) ont été retirées des modifications. Nous publierons avec les organismes d'autoréglementation un avis conjoint faisant le point sur l'état actuel du projet TREATS et les prochaines étapes envisagées.

### 5. *Autres modifications*

Les modifications prévoient également les changements suivants :

- a) certains changements mineurs dans la définition des expressions « adhérent », « bourse reconnue », « membre », « titre coté à l'étranger » et « utilisateur »<sup>7</sup>;
- b) des modifications d'uniformisation aux parties 7 et 8 du Règlement 21-101<sup>8</sup>;
- c) l'obligation pour les SNP de signaler les pannes de système importantes<sup>9</sup>.

Nous avons conservé, à propos du fournisseur d'information, la mention « qui respecte les normes établies par le fournisseur de services de réglementation » que l'on trouve dans le libellé actuel des parties 7 et 8 du Règlement 21-101. Nous réexaminerons cette décision dans le cadre du projet de régime de protection contre les transactions hors cours.

### III. Questions

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

Serge Boisvert  
Autorité des marchés financiers  
514-395-0337, poste 4358

Tracey Stern  
Commission des valeurs mobilières de  
l'Ontario  
416-593-8167

Sonali GuptaBhaya  
Commission des valeurs mobilières de  
l'Ontario  
416-593-2331

Susan Greenglass  
Commission des valeurs mobilières de  
l'Ontario  
416-593-8140

Lorenz Berner  
Alberta Securities Commission  
403-355-3889

Doug Brown  
Commission des valeurs mobilières du  
Manitoba  
204-945-0605

Tony Wong  
British Columbia Securities Commission  
604-899-6764

Prière d'adresser les questions relatives à la piste de vérification électronique à :

Norm Leonard  
Commission des valeurs mobilières de l'Ontario  
416-593-2307

<sup>7</sup> Modification de l'art. 1.1 du Règlement 21-101.

<sup>8</sup> Modification des art. 7.5, 8.3 et 8.5 du Règlement 21-101.

<sup>9</sup> Modification de l'art. 12.2 du Règlement 21-101.

## Annexe A

## Résumé des commentaires, réponses des ACVM et liste des intervenants

## I. Synthèse des commentaires sur les questions et réponses des ACVM

<b>Question 15 : Y a-t-il d'autres éléments pertinents à prendre en considération?</b>	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Quatre intervenants sont d'avis que les éléments clés de la meilleure exécution ont été bien établis dans l'Avis conjoint et que ces éléments englobent les considérations relatives à la meilleure exécution.</p> <p>D'aucuns suggèrent d'ajouter les éléments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'anonymat;</li> <li>• le facteur du coût global devrait comprendre les coûts associés aux fuites d'information et ceux qui résultent de la fragmentation des opérations en plusieurs transactions et de leur reconstitution;</li> <li>• la gestion du risque;</li> <li>• les objectifs de placement généraux.</li> </ul> <p>Quelques intervenants recommandent de faire reposer l'obligation de meilleure exécution sur des principes, de sorte que les courtiers puissent démontrer au moyen de politiques, procédures et pratiques documentées qu'ils atteignent les objectifs de leurs clients. Certains intervenants souhaitent que des directives précises soient énoncées sur la façon de réaliser la meilleure exécution systématiquement et de gérer le processus d'investissement de manière à réduire au minimum les conflits d'intérêts potentiels.</p> <p>Un intervenant demande des précisions au sujet des courtages qui comprennent les services reliés à la prise de décision d'investissement auxquels le conseiller recourt afin de maximiser la valeur du portefeuille du client au regard de la meilleure exécution, et estime que l'Instruction générale 23-101 devrait traiter des frais pour tenir compte des avantages des services reliés à la prise de décision d'investissement qui sont autorisés (la recherche).</p>	<p><i>Il nous paraît important d'établir des facteurs très généraux qui laissent aux courtiers la latitude nécessaire à l'appréciation de la meilleure exécution.</i></p> <p><i>Aux termes de la définition, il faut évaluer « les conditions d'exécution les plus avantageuses pouvant être raisonnablement obtenues dans les circonstances ». La liste des éléments indiqués dans l'Instruction générale 23-101 que l'on peut prendre en considération pour obtenir la meilleure exécution n'est pas exhaustive, mais nous avons établi quatre éléments clés dont il faudrait tenir compte (le cours, la rapidité d'exécution, la certitude de l'exécution et le coût global de la transaction). En outre, il s'agit d'éléments généraux pouvant englober des facteurs plus précis.</i></p> <p><i>L'obligation de meilleure exécution repose sur des principes. Nous sommes d'avis que des directives précises empêcheraient les courtiers et les conseillers d'apprécier les mesures à prendre pour la respecter.</i></p> <p><i>Le projet de Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et des services de recherche au moyen des courtages obligerait le conseiller à établir de bonne foi que les courtages payés sont raisonnables, compte tenu de la valeur des biens et services obtenus. Les services compris dans les courtages payés peuvent s'apprécier en regard de la primauté du devoir de meilleure exécution.</i></p>
<b>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?</b>	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants ayant répondu à la question estiment que la coexistence de plusieurs</p>	<p><i>Nous reconnaissons que la multiplication des marchés touche tous les courtiers pour ce qui est de</i></p>

<p>marchés fera peser sur les petits courtiers une charge financière très lourde, en partie du fait de l'augmentation des coûts liés à la technologie d'acheminement des ordres et du coût de la conformité.</p> <p>En revanche, un autre intervenant soutient que les petits courtiers peuvent facilement réaliser la meilleure exécution, car les fournisseurs d'accès aux négociations ont élaboré des techniques d'acheminement « intelligent » des ordres qui évitent aux petits courtiers d'élaborer des solutions technologiques coûteuses.</p> <p>Enfin, un autre intervenant fait observer que l'élargissement de la définition de la meilleure exécution profitera aux petits courtiers en ce qu'elle leur permettra d'adopter des stratégies de créneau répondant aux besoins de clientèles particulières et d'offrir aux investisseurs un plus grand éventail d'options et de stratégies d'exécution. Comme moyen d'atténuer les effets de la multiplication des marchés pour les petits courtiers, l'intervenant fait valoir l'interconnexion des marchés et l'application d'une règle <i>de minimis</i>, de sorte que ces courtiers n'auront à tenir compte que des marchés ayant une présence notable sur le marché en général.</p>	<p><i>remplir leur obligation de meilleure exécution. Les modifications relatives à la meilleure exécution confirmeront les obligations actuellement faites à tous les courtiers qui sont participants au marché (membres d'une bourse, utilisateurs d'un système de cotation et de déclaration d'opérations ou adhérents d'un SNP) sous les RUIIM. Quant aux courtiers qui ne sont pas participants au marché et accèdent aux marchés par le truchement d'un autre courtier, une obligation de meilleure exécution élargie leur permettra de tenir compte d'un plus grand nombre de facteurs.</i></p>
<p><b>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?</b></p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Cinq intervenants estiment que l'obligation de meilleure exécution ne devrait pas être différente dans le cas du conseiller qui garde le contrôle sur les décisions en matière de négociation.</p> <p>Quatre intervenants ne voient pas de raison d'imposer de règles de meilleure exécution aux conseillers. Selon certains d'entre eux, l'obligation de meilleure exécution incombant au conseiller devrait reposer sur le rendement du portefeuille parce qu'ainsi, elle cadre mieux avec l'objectif, pour le conseiller, de maximisation de la valeur globale du portefeuille du client.</p> <p>Deux intervenants sont d'avis que les courtiers exécutant les transactions pour les conseillers devaient demeurer responsables de la meilleure exécution des ordres de leurs clients.</p>	<p><i>L'inclusion des conseillers est la codification des obligations qui leur sont actuellement applicables. L'Instruction générale 23-101 indique que les facteurs à prendre en considération peuvent différer entre le conseiller et le courtier et n'établit que des principes généraux. De plus, les facteurs propres aux courtiers pourraient également s'appliquer au conseiller qui accède directement à un marché.</i></p> <p><i>Lorsque le conseiller accède à des marchés grâce à un « accès parrainé par un courtier », il conserve envers ses clients son obligation de meilleure exécution, et l'obligation du courtier qui parraine l'accès direct au marché est envers son client, le conseiller.</i></p>

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

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Selon les intervenants, les points suivants sont à prendre en considération dans l'analyse coûts-avantage :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• les coûts que les courtiers engagent et le temps dont ils ont besoin pour pouvoir se connecter aux marchés;</li> <li>• le traitement distinct des coûts de mise en œuvre (c.-à-d. développement et mise en mémoire des données) et des coûts de collecte et de conservation des données;</li> <li>• les courtiers répercuteront leurs coûts sur les conseillers, et les petits conseillers pourraient en souffrir davantage, car ils ne peuvent réaliser les mêmes économies d'échelle que les grands conseillers.</li> </ul>	<p><i>Il est probable que les courtiers doivent supporter des coûts pour se connecter aux marchés, mais il s'agit de coûts attribuables à l'évolution des marchés et non de coûts additionnels résultant du projet de modification. C'est pourquoi ils sortent du cadre de l'analyse coûts-avantages.</i></p>
<p><b>Commentaires généraux</b></p> <p>D'après un intervenant, l'obligation pour le courtier de tenir compte de tous les marchés au Canada et à l'étranger pour obtenir la meilleure exécution est trop large et devrait être raffinée de façon à ne s'appliquer qu'aux cas dans lesquels le courtier accède actuellement au marché étranger.</p> <p><i>Demandes de précisions</i></p> <p>Les intervenants ont demandé à ce que les points suivants soient précisés :</p> <p>L'obligation de « meilleure exécution » des participants au marché (dont le critère principal est l'obtention du « meilleur cours ») est-elle compatible avec l'interdiction qui leur est faite de ne pas procéder à des transactions hors cours conformément à la définition prévue par les ACVM?</p> <p>Qu'est-ce que l'« affichage consolidé du marché », qui le fournira, ce service sera-t-il payant et comment sera-t-il fourni au public?</p>	<p><i>Nous signalons que l'obligation de tenir compte de tous les marchés, qu'ils soient au Canada ou à l'étranger, existe actuellement. Les modifications ne visent qu'à préciser le libellé de l'obligation actuelle.</i></p> <p><i>L'obligation de meilleure exécution doit s'articuler avec l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Ce sont les caractéristiques de l'ordre et les besoins du client qui dictent la manière et le lieu de l'opération, mais il faut tenir compte, au moment de l'exécution, de tous les ordres dotés du meilleur cours. Afin d'assurer la compatibilité de ces concepts, nous proposerons des mécanismes permettant la réalisation simultanée des opérations lorsque nous publierons les propositions de modifications relatives à la protection contre les transactions hors cours.</i></p> <p><i>Les ACVM sont à étudier les candidatures à la fonction d'agence de traitement de l'information. Pour de plus amples renseignements, consulter l'Avis 21-306 du personnel des ACVM, Avis de dépôt de l'Annexe 21-101A5, Rapport initial sur le fonctionnement de l'agence de traitement de l'information, publié le 20 avril 2007<sup>10</sup>.</i></p>

<sup>10</sup> Bulletin de l'Autorité, Vol. 4, n° 16, 2007-04-20

*Liste des intervenants*

1. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
2. Bloomberg Tradebook Canada Company
3. BMO Groupe financier
4. Canadian Security Traders Association Inc.
5. CNQ
6. egX Canada
7. Gestion de Placements TD Inc.
8. Groupe TSX Inc.
9. Highstreet Asset Management Inc.
10. ITG Investment Technology Group
11. Liquidnet Canada Inc.
12. Merrill Lynch Canada Inc.
13. Office d'investissement du RPC
14. Perimeter Markets Inc.
15. Raymond James Ltd.
16. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
17. RBC Gestion d'Actifs Inc.
18. Scotia Capitaux Inc.
19. TD Newcrest