

Avis de consultation

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

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation des projets de règlements (les « projets de règlements ») modifiant le *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») et le *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») (ensemble, les « textes sur les SNP ») ainsi que des projets de modification des instructions générales correspondantes.

Les projets de règlements traitent principalement de la protection contre les transactions hors cours (le « régime de protection contre les transactions hors cours »). Ils proposent un cadre en vertu duquel tous les ordres à cours limité visibles, immédiatement accessibles et dotés d'un meilleur cours doivent être exécutés avant les autres ordres à cours limité dotés de cours inférieurs, quel que soit le marché sur lequel ils sont saisis. Les projets de règlements traitent également de la synchronisation des horloges, des prescriptions techniques pour les marchés, des règles applicables aux agences de traitement de l'information et des obligations d'information en matière de meilleure exécution.

II. 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 de 2005 »)¹, qui traitait des faits nouveaux sur les marchés et de leur incidence sur le marché des capitaux du Canada, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (l'« interdiction de transaction hors cours »).

Le document de discussion de 2005 posait un certain nombre de questions destinées à cerner les valeurs et les règles importantes pour les participants au marché canadiens. Vu l'importance des enjeux relatifs à l'interdiction de transaction hors cours et leur incidence possible sur le marché 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 sur l'interdiction de transaction hors cours².

Les ACVM ont reçu des commentaires au sujet de certains enjeux soulevés dans le document de discussion de 2005 à l'égard desquels il ne s'est souvent pas dégagé d'opinion majoritaire, les points de vue étant partagés environ à parts égales. Toutefois, la majorité des intervenants 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.

Le 20 avril 2007, les ACVM et Services de réglementation du marché inc. (SRM), désormais l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), ont publié un avis conjoint sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés (l'« avis conjoint »)³ qui présentait :

- une proposition de régime de protection contre les transactions hors cours;

¹ Pour une mise en contexte, voir le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 2, n° 29, 2005-07-22.

² 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 (en anglais seulement).

³ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 4, n° 16, 2007-04-20.

- des projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés;
- des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution.

Les ACVM ont publié la version finale des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution le 20 juin et à nouveau le 5 septembre 2008. Elles sont entrées en vigueur le 12 septembre. Nous comptons réexaminer les projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés et les republier pour consultation en 2009.

Le régime de protection contre les transactions hors cours publié avec le présent avis repose en grande partie sur ces propositions et sur les réponses des intervenants, qui s'y sont pour la plupart montrés favorables.

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 les transactions hors cours, accompagné de nos réponses, figurent à l'annexe A du présent avis.

Pour prendre connaissance de l'analyse coûts-avantages réalisée par les ACVM au sujet des projets de règlements, 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).

III. La protection contre les transactions hors cours

1. Qu'est-ce que la protection contre les transactions hors cours?

La protection contre les transactions hors cours garantit l'exécution de tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et dotés d'un meilleur cours avant les ordres à cours limité dotés d'un cours inférieur. La plupart des intervenants convenaient que tous les participants au marché ont envers l'ensemble du marché l'obligation de ne pas exécuter de transactions hors cours (c'est-à-dire de ne pas contourner les ordres à un meilleur cours au profit d'ordres dotés d'un cours inférieur). Contrairement à l'obligation d'obtenir la meilleure exécution, cette obligation n'est pas une obligation fiduciaire, et il n'est pas possible d'y déroger⁴. Nous proposons que la protection contre les transactions hors cours s'applique dès lors qu'au moins deux marchés affichant des ordres protégés sont ouverts.

2. Pourquoi cette protection est-elle importante?

Nous considérons que la protection contre les transactions hors cours est importante pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité du marché, surtout dans un marché où les investisseurs individuels sont nombreux et vu les attentes de longue date en la matière. On peut avancer que, sans cette protection, les investisseurs ne seraient pas suffisamment encouragés à contribuer à la formation des cours parce que ceux qui dévoilent leurs intentions n'auraient aucune assurance que leurs ordres dotés d'un meilleur cours seraient exécutés, tandis que d'autres pourraient se servir de ces renseignements pour établir les cours auxquels ils effectueraient leurs opérations. La confiance accroît la liquidité du marché et augmente l'efficacité du processus de formation des cours.

3. Le régime actuel

À l'heure actuelle au Canada, la protection contre les transactions hors cours est un aspect de l'obligation d'obtenir le meilleur cours prescrite par l'OCRCVM dans la Règle 5.2, *Meilleur cours* de ses Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) (la « règle des RUIM sur le meilleur cours »). Cette règle oblige les courtiers qui effectuent des opérations sur les marchés ayant engagé l'OCRCVM à déployer des efforts raisonnables pour obtenir le meilleur cours disponible. Elle prévoit plusieurs exceptions et indique en

⁴ Le point 4f) de la partie III du présent avis traite des transactions hors cours et de la meilleure exécution.

termes généraux les facteurs pris en considération pour déterminer si des efforts raisonnables ont été déployés⁵.

Dans le passé, l'application de la règle des RUIM sur le meilleur cours ne posait aucun problème pour les raisons suivantes :

- il n'existait pas plusieurs marchés négociant les mêmes titres au Canada;
- les systèmes technologiques des marchés faisaient respecter l'obligation d'exécution au meilleur cours (l'interdiction de transaction hors cours);
- seuls les courtiers avaient un accès direct aux marchés existants.

La multiplicité des marchés négociant les mêmes titres a recentré l'attention sur les règles actuelles relatives à l'interdiction de transaction hors cours.

Actuellement, la règle des RUIM sur le meilleur cours ne s'applique qu'aux courtiers, qui n'ont donc pas les mêmes obligations que les autres utilisateurs des SNP. En outre, elle ne prévoit pas l'infrastructure nécessaire pour prévenir efficacement les transactions hors cours. Ainsi, elle n'autorise pas d'ordre de balayage intermarchés qui permettrait aux participants d'acheminer simultanément des ordres à plusieurs marchés.

Lorsque plusieurs marchés ont commencé à négocier les titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto, les courtiers canadiens ont éprouvé des difficultés à se conformer à la règle des RUIM sur le meilleur cours. La technologie n'était pas encore assez évoluée pour leur permettre de surveiller plusieurs marchés et d'acheminer efficacement les ordres vers ceux qui affichaient le meilleur cours. Qui plus est, les données sur les ordres n'étaient pas consolidées. Pour remédier à cette situation, SRM a alors proposé d'allonger la liste des facteurs à prendre en considération pour déterminer si les courtiers déployaient des « efforts raisonnables » afin d'obtenir le meilleur cours. Elle a introduit une règle d'application immédiate prenant effet le 16 mai 2008⁶, qui a ajouté à la liste les facteurs suivants :

- le fait que le courtier utilise un mécanisme d'acheminement des ordres fourni par lui ou un marché;
- le fait que le courtier s'en remet à un autre courtier pour acheminer ses ordres;
- la date de lancement du marché;
- le fait que le marché a été victime d'un mauvais fonctionnement important ou d'une interruption de service importante;
- le fait que les données transmises par le marché sont facilement utilisées par les courtiers;
- le fait que le marché exécute un nombre démesurément élevé d'ordres à un cours inférieur ou qu'il n'exécute pas les ordres.

En vertu de la règle des RUIM sur le meilleur cours, les courtiers sont tenus d'adopter et d'appliquer des politiques et des procédures indiquant la façon dont ils s'acquitteront de leur obligation d'obtenir le meilleur cours. Cette solution devait être temporaire, en attendant que les ACVM élaborent et appliquent un régime de protection contre les transactions hors cours. Au cours des prochaines semaines, l'OCRCVM publiera son projet de modification de la règle des RUIM sur le meilleur cours en réponse au projet de règlement des ACVM sur la protection contre les transactions hors cours.

4. Le régime de protection contre les transactions hors cours

À ce stade, les ACVM proposent de modifier les règlements sur les SNP pour imposer aux marchés une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre. Nous avons étudié les mémoires reçus en réponse à l'avis conjoint et au document de discussion de 2005 ainsi que les tendances internationales en matière de transactions hors cours. Nous nous sommes notamment intéressés à la règle de protection

⁵ Voir la Règle 5.2, *Meilleur cours* des RUIM ainsi que la politique s'y rapportant.

⁶ La règle sur le meilleur cours a été publiée pour consultation le 16 mai 2008, ARIM 2008-009.

des ordres prescrite par le règlement dit *Regulation NMS* de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis ainsi qu'à sa mise en œuvre, et avons examiné la directive concernant les marchés d'instruments financiers (la « directive MIF ») appliquée en Europe.

a) Principaux aspects du régime de protection contre les transactions hors cours

i) Obligation des marchés

Le régime de protection contre les transactions hors cours obligerait chaque marché à établir, maintenir et faire respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher des transactions hors cours sur ce marché. Les marchés seraient tenus de contrôler régulièrement l'efficacité de ces politiques et procédures et d'en corriger rapidement les lacunes. L'objectif visé est d'obliger les marchés à éliminer les transactions hors cours qu'il est raisonnablement possible d'empêcher, mais aussi de leur laisser de la latitude sur les moyens d'y arriver. Les marchés peuvent s'acquitter de l'obligation de plusieurs façon, notamment en établissement volontairement des liens directs avec d'autres marchés ou en concevant des algorithmes de négociation particuliers. Cependant, ils ne pourraient pas contourner leurs obligations en établissant des politiques et procédures obligeant les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours à leur place.

Question 1 : Faut-il permettre aux marchés de transférer à leurs participants l'obligation de protection contre les transactions hors cours? Dans quelles circonstances? Quelles seraient les conséquences pratiques de cette permission?

Les marchés seraient tenus de fournir leurs politiques et procédures ainsi que toute modification à l'autorité en valeurs mobilières et à leur fournisseur de services de réglementation 45 jours avant de les mettre en œuvre. On s'attend également à ce qu'ils conservent de l'information permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de ces politiques et procédures⁷.

La majorité des intervenants qui ont présenté des commentaires en réponse au document de discussion de 2005 et à l'avis conjoint étaient favorables à l'imposition de l'obligation aux marchés.

ii) Ordres protégés

La protection contre les transactions hors cours ne s'appliquerait qu'à certains ordres (les « ordres protégés »). Un ordre protégé serait défini comme « une offre d'achat protégée ou une offre de vente protégée », soit un ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui est affiché sur un marché disposant de la fonctionnalité automatisée et dont l'information est fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information⁸. Les ACVM ne considèrent pas comme des ordres protégés les ordres assortis de conditions spéciales qui ne sont pas immédiatement exécutable ou qui sont inscrits sur les registres des conditions spéciales, notamment tout ou rien, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée⁹. Cependant, les personnes qui exécutent leurs ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres dotés d'un meilleur cours. Le marché disposant de la fonctionnalité automatisée pourrait faire ce qui suit immédiatement et automatiquement :

- désigner un ordre entrant saisi électroniquement sur le marché comme devant être exécuté sinon annulé;
- exécuter tout ordre « exécuter sinon annuler »;
- annuler les tranches non exécutées de cet ordre;

⁷ Projet d'article 6.1 du Règlement 23-101.

⁸ Projet de définition à l'article 1.1 du Règlement 23-101.

⁹ Voir le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101.

- transmettre une réponse à l'auteur de l'ordre pour lui indiquer la mesure prise;
- afficher de l'information mettant à jour l'ordre affiché¹⁰.

Le marché serait également tenu de se doter de politiques et procédures relatives au traitement et à l'affichage de ces ordres (à inclure dans les politiques et procédures prévues à l'article 6.1 du règlement) et d'aviser immédiatement tous les fournisseurs de services de réglementation et tous les autres marchés des pannes, mauvais fonctionnements ou retards importants de ses systèmes ou de son matériel¹¹.

iii) Pleine profondeur du registre

Le régime de protection contre les transactions hors cours s'appliquerait à toutes les tranches visibles des ordres inscrits dans le registre, c'est-à-dire à la pleine profondeur du registre. Autrement dit, le marché qui souhaiterait exécuter un ordre à un cours inférieur devrait veiller à ce que tous les ordres protégés visibles et dotés de meilleurs cours soient exécutés. Cette démarche est différente de celle adoptée dans le règlement dit *Regulation NMS* aux États-Unis, qui ne protège que la meilleure offre d'achat et la meilleure offre de vente sur chaque marché (« tête du registre »). Dans le document de discussion de 2005 et l'avis conjoint, nous avons demandé aux intervenants ce qu'ils pensaient de n'imposer l'obligation qu'à la tête du registre. La majorité d'entre eux ont répondu qu'ils étaient en faveur d'une protection contre les transactions hors cours qui s'appliquerait à tous les ordres visibles, quelle que soit leur position dans le registre, ce qui s'accorde avec la règle actuelle des RUIM sur le meilleur cours.

iv) Ordres visibles

Le régime de protection contre les transactions hors cours ne s'appliquerait qu'aux ordres ou tranches d'ordres visibles. En d'autres termes, il faudrait que les ordres soient affichés par le marché et que l'information les concernant ait été fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

En outre, les ordres cachés ou les tranches d'ordres iceberg qui ne sont pas visibles ne seraient pas protégés. Actuellement, les tranches non divulguées d'un registre par ailleurs transparent sont évitées au moyen de l'identificateur de contournement introduit par l'OCRCVM¹². Cet identificateur indique au marché que l'ordre acheminé ne devrait pas être exécuté contre des ordres cachés. Il est prévu qu'il deviendra l'identificateur utilisé pour les ordres de balayage intermarchés dont il est question ci-dessous.

b) Transactions hors cours « autorisées »

L'objectif général de la protection contre les transactions hors cours est de promouvoir la confiance dans le marché et l'équité d'un marché où les tranches visibles des ordres à cours limité dotés du meilleur cours ont préséance sur les ordres dotés de cours inférieurs. Il faut toutefois reconnaître que les questions de prévention des transactions hors cours dans un contexte de marchés multiples ont grandement gagné en complexité, notamment en raison de l'apparition de nouveaux types d'ordres et de l'évolution de la structure du marché au Canada.

En conséquence, nous proposons d'autoriser les transactions hors cours dans plusieurs cas¹³. Ces transactions hors cours « autorisées », ou « exceptions », ont pour objectif premier d'établir une protection intermarchés effective contre les transactions hors cours tout en permettant l'utilisation de stratégies de négociation et de types d'ordres utiles pour les investisseurs. Elles visent à promouvoir l'équité, l'innovation et la concurrence.

¹⁰ Projet de modification de l'article 1.1 du Règlement 23-101.

¹¹ Projet d'article 6.4 du Règlement 23-101.

¹² L'Avis relatif à l'intégrité du marché 2008-008 approuvant des modifications aux RUIM, *Dispositions se rapportant aux transactions « hors marché »*, a été publié le 16 mai 2008.

¹³ La liste des transactions hors cours « autorisées » figure au projet d'article 6.2 du Règlement 23-101.

Bien que tous les participants au marché aient envers celui-ci une obligation de protection contre les transactions hors cours, le marché peut, dans certains cas, contourner des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur d'autres marchés lorsqu'un participant a pris certaines mesures (par exemple, acheminé un ordre de balayage intermarchés). Dans ces cas, il importe que les participants au marché se dotent de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et qu'ils conservent de l'information permettant aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité de l'article 6.1 du Règlement 23-101¹⁴.

i) Panne, mauvais fonctionnement ou retard important des systèmes ou du matériel

Nous proposons une exception en cas de panne, de mauvais fonctionnement ou de retard important des systèmes d'un marché (« difficultés techniques »)¹⁵. Tout manquement répété d'un marché à répondre dès la réception d'un ordre constituerait un retard important en vertu du régime de protection contre les transactions hors cours. Cette exception devrait procurer aux marchés la marge de manœuvre dont ils ont besoin lorsqu'ils traitent avec un autre marché dont les systèmes connaissent des difficultés techniques (qu'elles puissent être résolues à brève échéance ou non). Il incombe au marché qui connaît des difficultés techniques d'en informer tous les autres marchés, ses participants et les fournisseurs de services de réglementation. Toutefois, s'il manque à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus et ne diffuse aucun avis pour signaler ses possibles difficultés techniques, le marché qui lui achemine un ordre ou tout participant au marché peut se prévaloir du paragraphe *a* de l'article 6.2 du Règlement 23-101, conformément aux politiques et procédures dont il s'est doté pour réagir aux difficultés techniques. Le marché ou le participant au marché doit aviser immédiatement le marché qui semble éprouver des difficultés techniques, ses propres participants au marché, le cas échéant, et tous les fournisseurs de services de réglementation. Cet avis permettra au marché qui éprouve des difficultés techniques de déterminer si c'est vraiment le cas.

Question 2 : Quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre ?

ii) Les ordres de balayage intermarchés

Nous proposons une exception permettant d'exécuter des ordres de balayage intermarchés. Un ordre de balayage intermarchés (OBI) est désigné comme tel pour informer le marché destinataire qu'il peut l'exécuter immédiatement, sans égard aux ordres dotés d'un meilleur cours qui sont affichés par un autre marché¹⁶. Un ordre peut être désigné comme « OBI » par un marché ou un participant au marché. La définition prévoit que plusieurs OBI peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre des ordres protégés. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul OBI pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée. Un OBI peut permettre aux participants d'exécuter des ordres visant des blocs importants de titres, pour autant qu'ils en acheminent plusieurs simultanément pour exécution contre des ordres dotés de meilleurs cours. Cette exception vise à faciliter le respect de l'interdiction de transaction hors cours.

iii) Les ordres oscillants

La croissance de la négociation algorithmique et informatisée a entraîné une hausse notable du nombre d'ordres éphémères (souvent saisis puis annulés en quelques secondes) pour chaque opération exécutée, ce qui a augmenté le nombre de fois qu'un ordre doté d'un meilleur cours peut être affiché. Étant donné la fluctuation rapide des cours, il est possible que des transactions hors cours, au sens strict, se produisent même si toutes les précautions raisonnables ont été prises et que des efforts légitimes ont été déployés en vue d'exécuter une opération au meilleur cours disponible. C'est pourquoi nous proposons d'autoriser les transactions hors cours qui se produisent lorsque le marché affichant le meilleur cours qui a

¹⁴ Projet de paragraphe 3 de l'article 6.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101.

¹⁵ Projet de paragraphe *a* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

¹⁶ Projets de paragraphes *b* et *c* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

été contourné avait affiché, immédiatement avant l'opération, un ordre à un cours égal ou inférieur à celui de la transaction hors cours¹⁷.

iv) *Les ordres non normalisés*

Nous avons inscrit les « ordres non normalisés » sur la liste des transactions hors cours « autorisées ». Ces ordres d'achat ou de vente d'un titre sont assortis de conditions de règlement qui ne sont pas établies par le marché à la cote duquel le titre est inscrit ou sur lequel il est coté¹⁸. Toutefois, aucun participant au marché ne saurait ajouter de condition de règlement particulière à la seule fin de faire d'un ordre un ordre non normalisé qui donne droit à l'exception prévue par le régime de protection contre les transactions hors cours.

v) *Les ordres à cours calculé*

Nous proposons une exception pour les ordres dont le cours n'est pas connu au moment où ils sont saisis et doit être calculé en fonction du cours du titre au moment de l'exécution, mais n'y sera pas nécessairement égal¹⁹. Les ordres visés par cette définition sont les suivants :

- l'ordre au cours du marché, dont le cours est calculé par le système de négociation du marché au moment fixé par ce dernier;
- l'ordre à prix moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est déterminé selon une formule qui mesure le cours moyen sur un ou plusieurs marchés;
- l'ordre au premier cours, qui est doté du cours d'ouverture établi par le marché selon sa propre formule;
- l'ordre au dernier cours, qui est exécuté au cours de clôture sur un marché donné, mais saisi avant que ce cours ne soit connu;
- l'ordre de base, qui doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation pour garantir que le cours est fonction du cours d'une ou de plusieurs opérations sur dérivés exécutées parallèlement à des opérations sur des titres qui représentent au moins 80 % du sous-jacent des dérivés²⁰.

vi) *Les ordres au cours de clôture*

Nous proposons aussi une exception pour les ordres d'achat ou de vente d'un titre coté qui sont saisis sur un marché et seraient exécutés au cours de clôture du titre sur ce marché une fois qu'il a été établi²¹. Certains marchés permettent les négociations hors séance à des cours établis par eux pendant la séance à des participants au marché qui sont comparés à un certain cours de clôture. Nous proposons donc d'autoriser les transactions hors cours découlant de l'exécution de ces opérations pour qu'il ne soit pas nécessaire de tenir compte des ordres dotés d'un meilleur cours sur les autres marchés.

vii) *Les marchés croisés*

Nous proposons une exception pour les transactions hors cours qui se produisent lorsque la meilleure offre d'achat protégée est supérieure à la meilleure offre de vente protégée (marché croisé)²². Sans cette exception, il serait impossible d'exécuter des opérations en cas de marché croisé car il s'agirait de transactions hors cours. Les ACVM reconnaissent que des marchés croisés peuvent se produire du fait que la protection contre les transactions hors cours ne s'applique qu'aux ordres ou tranches d'ordres affichés et non aux ordres cachés ou en réserve. Quiconque réaliserait une opération croisée intentionnellement pour tirer avantage de cette exception commettrait une infraction au projet d'article 6.5 du Règlement 23-101.

¹⁷ Projet de paragraphe *d* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

¹⁸ Projet de sous-paragraphe *i* du paragraphe *e* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

¹⁹ Projet de sous-paragraphe *ii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

²⁰ Projet d'article 2.3 de l'Instruction générale relative au Règlement 23-101.

²¹ Projet de sous-paragraphe *iii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

²² Projet de paragraphe *f* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

Question 3 : Faut-il prévoir d'autres exceptions?**c) Accès aux marchés**

L'avis conjoint contenait plusieurs questions sur l'accès, dont les suivantes :

- Faudrait-il établir un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer l'accès à tous les groupes de participants au marché?
- Les marchés spécialisés devraient-ils ne pas refuser l'accès aux non-membres ou non-adhérents ou être tenus de leur fournir l'accès direct aux ordres si aucun membre ni adhérent n'offre ce service?

De nombreux intervenants étaient en faveur d'un seuil à partir duquel les marchés seraient tenus de fournir l'accès. Au lieu de fixer un seuil à partir duquel les SNP doivent donner accès à tous les participants au marché, nous avons proposé d'apporter des modifications à l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 pour améliorer les dispositions de ce règlement sur l'accès équitable²³. En vertu de ces dispositions, les marchés sont tenus de fournir un accès équitable à tous leurs services. Ils devraient également donner un accès équitable et efficient à leurs services aux fins de la conformité aux obligations proposées en matière de transactions hors cours. Pour le moment, nous estimons que les dispositions relatives à l'accès équitable et les propositions de modifications de cette instruction générale suffisent à garantir l'accès équitable aux marchés, que ce soit directement ou indirectement. Nous ferons le suivi de la question.

En ce qui concerne l'accès des non-membres et non-adhérents, nous jugeons qu'aucun marché ne devrait être tenu de leur fournir un accès direct. Il incombe aux marchés de déterminer la meilleure façon de respecter l'interdiction de transaction hors cours. Nous comptons approfondir la question de l'accès dans le cadre du comité sectoriel de mise en œuvre (décrit ci-après).

Question 4 : Quelles sont les options qui s'offrent aux marchés pour acheminer les ordres vers d'autres marchés? Veuillez élaborer.**d) Plafonnement des frais de négociation**

Dans l'avis conjoint, nous nous demandions s'il fallait plafonner les frais facturés par les marchés pour exécuter des opérations visant à respecter l'interdiction de transaction hors cours. Plusieurs intervenants avaient des réserves au sujet d'un plafond spécifique imposé par opération. Ils préféreraient une démarche fondée sur des principes qui obligerait les marchés à fixer des frais de négociation raisonnables.

Selon les ACVM, il est important d'empêcher les marchés d'augmenter leurs frais de façon notable pour tirer parti du régime de protection contre les transactions hors cours. Nous proposons donc un régime qui interdirait aux marchés *i)* d'exiger des frais pour exécuter un ordre en vue de se conformer à l'interdiction de transaction hors cours qui sont égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM, modifiée, ou *ii)* de fixer des conditions qui entraînent une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ce marché.

Question 5 : Les ACVM devraient-elles plafonner les frais qui peuvent être exigés pour accéder à un ordre en application de l'interdiction de transaction hors cours? Dans l'affirmative, convient-il d'utiliser l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle universelle d'intégrité du marché 6.1 de l'OCRCVM comme plafond?

²³ Projet de modification des articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101.

e) Marchés figés et croisés

Il se produit un « marché figé » lorsqu'un même titre se négocie sur plusieurs marchés et qu'une offre d'achat sur un marché est faite à un cours identique à une offre de vente sur un autre marché. Si les deux ordres avaient été saisis sur le même marché, l'offre d'achat et l'offre de vente aurait été appariées et une opération aurait été exécutée. Lorsqu'un marché est figé, il existe deux façons de le débloquent :

- généralement, d'autres acheteurs et vendeurs se manifestent, ce qui donne lieu à des opérations et à une correction immédiate;
- l'un des participants qui a causé l'impasse retire son ordre et le passe sur un autre marché en vue d'une exécution immédiate.

Il se produit un « marché croisé » lorsque l'offre d'achat d'un participant sur un marché est supérieure à l'offre de vente d'un autre participant sur un autre marché. Cette situation ne dure habituellement pas longtemps puisqu'un participant profite généralement de l'occasion d'arbitrage.

Le projet d'article 6.5 du Règlement 23-101 interdit aux participants au marché de figer ou de croiser le marché intentionnellement en saisissant une offre d'achat à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou une offre de vente à un cours égal ou inférieur à la meilleure offre d'achat protégée. Cet article vise les cas dans lesquels le participant au marché saisit un ordre pour figer ou croiser intentionnellement un marché ou l'ensemble du marché. Il ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Une exception est prévue dans le régime de protection contre les transactions hors cours pour permettre de débloquent les marchés croisés qui se produisent accidentellement. Il n'est pas nécessaire de prévoir une exception pour débloquent les marchés figés.

Question 6 : Faut-il prévoir une interdiction de créer intentionnellement des « marchés figés »?

f) Transactions hors cours et meilleure exécution

On a longtemps débattu de la relation entre l'obligation de meilleure exécution et l'obligation d'obtention du « meilleur cours » ou de protection contre les transactions hors cours. On craint aussi qu'il n'y ait un conflit entre l'interdiction de transaction hors cours et l'obligation de meilleure exécution. La présente section traite de ces questions.

L'obligation de meilleure exécution faite aux courtiers et l'obligation d'empêcher les transactions hors cours n'ont pas la même raison d'être. L'obligation de meilleure exécution du courtier ou du conseiller envers son client découle de l'obligation fiduciaire en common law et de l'obligation de loyauté en droit civil. Ces obligations se retrouvent dans les lois sur les valeurs mobilières et les RUM. En revanche, comme nous l'avons vu ci-dessus, la protection contre les transactions hors cours est une obligation de chaque participant envers l'ensemble du marché. Elle émane de la volonté de protéger les ordres à cours limité visibles et accessibles pour que les personnes qui décident d'afficher les cours qu'elles sont prêtes à payer ou à accepter pour un titre donné tirent avantage de leur décision. Les clients peuvent renoncer à l'obligation de meilleure exécution ou donner des directives particulières, mais l'interdiction de transaction hors cours doit toujours être respectée dans les circonstances indiquées au point 4b) de la partie III, ci-dessus.

L'obligation d'empêcher les transactions hors cours ne limite pas l'obligation de meilleure exécution, notamment l'obligation de se doter de politiques et procédures de surveillance des données de plusieurs marchés pour déterminer s'il convient d'y réaliser des opérations. Ce sont les caractéristiques de l'ordre et les besoins du client qui dictent la manière et le lieu de l'opération (meilleure exécution), mais il faut exécuter tous les ordres dotés d'un meilleur cours (interdiction de transaction hors cours).

Le régime de protection contre les transactions hors cours ne s'applique pas aux opérations sur les marchés étrangers. Nous réaffirmons cependant que les participants au

marché devraient tenir compte de ces marchés pour remplir leur obligation de meilleure exécution. Nous avons également inséré une disposition anti-échappatoire qui interdit à quiconque d'acheminer des ordres vers des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime canadien de protection contre les transactions hors cours²⁴.

La réalisation d'opérations sur plusieurs marchés peut entraîner des frais supplémentaires que les courtiers peuvent assumer ou facturer à leurs clients sous forme de commissions. Ces commissions sont un des facteurs à prendre en compte pour obtenir la meilleure exécution. Nous croyons que ces frais sont contrebalancés par la nécessité de protéger les ordres à cours limité affichés et de donner aux personnes qui les affichent l'assurance d'être récompensées pour les risques qu'elles assument.

g) Autres pays

i) La solution états-unienne

Le 6 avril 2005, la SEC a mis en œuvre la règle de protection des ordres prévue par le règlement dit *Regulation NMS*²⁵, qui exige des places financières (*trading centers*) qu'elles établissent, maintiennent et fassent respecter des politiques et procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours et, si elles se prévalent d'une des exceptions prévues, pour assurer 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 ou de vente provenant de tout type de participant, sur tous les marchés. Cette protection des ordres se traduit notamment par l'augmentation des liens entre les places financières. Ce règlement 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 les systèmes et la cotation oscillante.

ii) La situation en Europe

L'Union européenne (UE) a mis en œuvre la directive MIF le 1^{er} novembre 2007 en remplacement de sa Directive concernant les services d'investissement, 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'UE²⁶. La directive MIF n'impose pas d'interdiction de transaction hors cours qui empêche de contourner les ordres à un meilleur cours lors de l'exécution d'opérations. En revanche, elle introduit une norme de meilleure exécution en vertu de laquelle les sociétés doivent prendre « toutes les mesures raisonnables pour obtenir [...] le meilleur résultat possible » pour leurs clients, en tenant compte non seulement du coût d'exécution, mais aussi de la rapidité, de la taille et de la nature de l'ordre, de la probabilité de l'exécution et du règlement ainsi que de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre.

h) Les prochaines étapes

La publication du présent avis et des projets de règlements coïncide avec la création d'un comité sectoriel chargé de discuter des questions de mise en œuvre liées à l'introduction du régime de protection contre les transactions hors cours. Le rôle du comité sera d'étudier les aspects opérationnels de la mise en œuvre et de formuler des recommandations à l'attention des ACVM et, le cas échéant, de l'OCRCVM. Présidé par un représentant du secteur et dirigé par l'Association canadienne du commerce des valeurs

²⁴ Projet d'article 6.7 du Règlement 23-101.

²⁵ *SEC Adopts Regulation NMS and Provisions Regarding Investment Advisers Act of 1940*, communiqué publié sur le site Web de la Securities and Exchange Commission (<http://www.sec.gov/news/press/2005-48.htm>) le 15 juillet 2008.

²⁶ *Markets in Financial Instruments Directive – Background Information*, document publié sur le site Web de la Financial Services Authority (<http://www.fsa.gov.uk/pages/about/what/international/pdf/MiFID.pdf>) le 8 juillet 2008.

mobilières, le comité sera ouvert aux représentants des parties intéressées (marchés, courtiers et investisseurs institutionnels).

Si vous souhaitez participer au comité, veuillez présenter votre candidature à l'adresse suivante : marketregulation@osc.gov.on.ca.

IV. Modifications supplémentaires

Parallèlement au régime de protection contre les transactions hors cours, nous proposons d'apporter certaines autres modifications aux Règlements 21-101 et 23-101.

1. Les obligations d'information des marchés et des courtiers

En avril 2007, nous avons proposé les obligations d'information suivantes pour les marchés et les courtiers :

- certains éléments d'information devraient faire l'objet de rapports mensuels de la part des marchés, notamment le nombre d'ordres, le nombre d'opérations exécutées et la rapidité d'exécution;
- les courtiers devraient déclarer trimestriellement les éléments d'information suivants : pourcentage des ordres exécutés à une installation choisie par eux, nom des marchés et pourcentage des ordres acheminés vers chacun d'eux, et information concernant toute entente importante conclue avec un marché.

Les commentaires reçus à propos de ces obligations étaient généralement partagés, notamment sur certains de leurs aspects, comme les statistiques fondées sur les écarts et les titres se négociant sur un seul marché. Un résumé des commentaires reçus à propos des obligations d'information en matière de meilleure exécution, accompagné de nos réponses, figure à l'Annexe A du présent avis.

Lorsque nous avons parachevé les modifications relatives à la meilleure exécution, en juin 2008, nous avons décidé de reporter la mise en œuvre des propositions d'obligations d'information des courtiers et des marchés en matière de meilleure exécution en raison de l'évolution des marchés. Nous sommes toutefois d'avis qu'il convient de les publier à nouveau pour consultation avec ce projet de modifications. Une analyse coûts-avantages de la mise en œuvre d'obligations d'information pour les marchés et les courtiers a été publiée avec l'avis conjoint.

Les ACVM estiment toujours que cette information est importante et utile aux fins de l'évaluation de la qualité d'exécution et du respect de l'obligation de meilleure exécution. En ce qui concerne les obligations d'information proposées pour les marchés, nous sommes d'avis que cette information aiderait les courtiers et 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). Pour ce qui est des obligations d'information proposées pour les courtiers, nous estimons que les rapports donneraient aux clients de l'information utile sur l'exécution des ordres.

Donnant suite aux commentaires reçus, nous avons apporté plusieurs modifications aux obligations d'information en matière de meilleure exécution publiées en avril 2007 pour les simplifier davantage. Nous avons notamment supprimé l'obligation faite aux courtiers d'indiquer dans leur rapport le pourcentage du total des ordres clients et le pourcentage d'entre eux qui étaient des ordres au mieux, des ordres à cours limité et des ordres d'un autre type. En outre, nous proposons que les marchés ne fournissent l'information que par titre et non pas également par type d'ordre.

Nous n'ignorons pas que des changements technologiques seront nécessaires pour respecter ces obligations. Nous proposons donc une période de transition de six mois après l'entrée en vigueur du règlement.

Nous demandons également aux intéressés de répondre aux questions ci-dessous.

Question 7 : Les statistiques des marchés devraient-elles porter sur les unités de titres négociées au lieu des ordres et du nombre d'opérations?

Question 8 : Les statistiques des marchés devraient-elles contenir de l'information distincte sur les types d'ordres précis, dont les ordres au mieux, les applications intentionnelles et les opérations organisées au préalable?

Question 9 : Les mesures de la liquidité devraient-elles reposer principalement sur le nombre d'ordre ou le nombre cumulatif d'actions?

Question 10: Serait-il utile de demander de l'information sur la liquidité partiellement ou entièrement cachée disponible sur certains marchés? Dans l'affirmative, quelles mesures de cette liquidité donneraient la meilleure information?

Question 11: Serait-il utile d'inclure de l'information analogue aux « ordres proches du cours » exigés par la SEC aux États-Unis²⁷? Quel échelon de cotation par rapport au cours conviendrait-il d'utiliser sur le marché canadien?

Question 12 : Des statistiques sur la taille moyenne des écarts réalisés et effectifs seraient-elles utiles en l'absence d'une meilleure offre d'achat et d'une meilleure offre de vente consolidée?

Question 13 : Les délais utilisés pour évaluer la rapidité et la certitude de l'exécution sur les marchés à l'article 11.1.1 du Règlement 21-101 sont-ils appropriés? Dans la négative, quels délais faudrait-il fixer?

Question 14: Outre les obligations d'information proposées pour les marchés, des informations comme les suivantes seraient-elles utiles aux courtiers ou aux conseillers pour évaluer la meilleure exécution?

a) une ventilation de l'information par taille d'ordre (c'est-à-dire de 100 à 499 actions, de 500 à 1999, de 2000 à 4999, 5000 ou plus);

b) la proportion du temps pendant lequel le marché a eu des ordres égaux à la meilleure offre d'achat ou à la meilleure offre de vente;

c) la proportion des opérations (en nombre d'actions ou en nombre d'opérations déterminé par nous) exécutées dans la fourchette des meilleurs cours acheteur et vendeur, limites exclues.

2. Les systèmes des marchés

Nous proposons plusieurs modifications des obligations relatives aux systèmes des marchés prévues à la partie 12 du Règlement 21-101. Il s'agit pour la plupart de mises à jour techniques des obligations et d'ajustements qui tiennent mieux compte de la réalité.

Actuellement, la partie 12 du Règlement 21-101 oblige les marchés à tenir compte de certains aspects, dont la gestion de la capacité, le développement et les tests des systèmes, la vulnérabilité des systèmes et la continuité de service. L'examen indépendant annuel des systèmes a pour objet de garantir la conformité sur ces points. Les modifications proposées élargissent l'obligation faite aux marchés de développer, de maintenir et, dans le cadre de l'examen indépendant, d'évaluer leur système de contrôle interne, concept plus global et intégrant.

²⁷ Un « ordre proche du cours » (*near-the-quote order*) est défini par la SEC comme un ordre d'achat non négociable à cours limité inférieur de 0,10 \$ ou moins à la meilleure offre d'achat consolidée au moment de la réception de l'ordre et comme un ordre de vente non négociable à cours limité supérieur de 0,10 \$ ou moins à la meilleure offre de vente consolidée au moment de la réception de l'ordre.

Actuellement, le Règlement 21-101 dispense les SNP de l'obligation d'effectuer un examen indépendant en dessous d'un certain seuil de volume d'opérations. Les modifications proposées suppriment ce seuil. Les SNP devront dorénavant effectuer un examen indépendant des systèmes conformément à des normes de vérification établies, à moins d'obtenir une dispense en vertu de la partie 15 du Règlement 21-101.

3. La transparence

Nous proposons d'apporter des modifications aux parties 9 et 10 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 pour clarifier l'obligation, prévue aux articles 7.1, 7.2, 8.1 et 8.2 de ce règlement, pour les marchés, les intermédiaires entre courtiers sur obligations et les courtiers, de fournir de l'information exacte et en temps opportun sur les ordres et les opérations à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information qui respecte les normes fixées par un fournisseur de services de réglementation.

4. Les règles applicables à l'agence de traitement de l'information et les obligations relatives à ses systèmes

Les ACVM travaillent toujours à la sélection d'une agence de traitement de l'information à partir des candidatures reçues (pour les titres de participation et d'emprunt). Un résumé des candidatures a été publié avec l'avis conjoint dans l'Avis 21-306 du personnel des ACVM. Nous faisons remarquer que le 14 juillet 2008, la Bourse de Montréal a retiré sa candidature pour la fonction d'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt et de participation.

Nous sommes d'avis que l'agence de traitement de l'information pour les titres de participation devrait diffuser une liste de données « marché par prix » s'étendant à la pleine profondeur du registre ainsi que de l'information consolidée sur les opérations pour tous les marchés sur lesquels se négocient des titres de participation.

Question 15 : Selon vous, les agences de traitement de l'information devraient-elles diffuser de l'information consolidée sur les opérations ainsi qu'une liste indiquant la meilleure offre d'achat et la meilleure offre de vente et tous les ordres à tous les niveaux de cours (accompagnés de l'identificateur du marché)? Pour des raisons pratiques, le nombre de niveaux de cours devrait-il être limité? Dans l'affirmative, à combien de niveaux?

Nous proposons d'apporter quelques modifications à la partie 16 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 pour clarifier les dispositions des paragraphes 2 et 5 de l'article 14.4 de ce règlement concernant certaines obligations que l'agence de traitement de l'information doit remplir envers ses utilisateurs et fournisseurs d'information sur les ordres et les opérations relativement à la collecte, au traitement, à la distribution et à la publication de cette information. Qui plus est, nous proposons des modifications des obligations relatives aux systèmes de l'agence de traitement de l'information décrites à la partie 14 de ce règlement. Les modifications reprennent celles concernant les marchés qui sont décrites ci-dessus, à la différence que l'agence de traitement de l'information sera tenue d'effectuer un examen annuel indépendant des systèmes, à moins d'en être dispensée.

5. Les modifications des articles 7.2, 7.4 et 8.3 du Règlement 23-101 – Entente entre le marché et un fournisseur de services de réglementation

Nous avons modifié le paragraphe *c* des articles 7.2 et 7.4 et le paragraphe *d* de l'article 8.3 pour exiger que l'entente entre le fournisseur de services de réglementation et le marché stipule que celui-ci doit fournir au fournisseur toute l'information dont il estime avoir besoin pour surveiller efficacement la conduite des participants au marché et, le cas échéant, du marché. Cette modification ne change aucunement la relation actuelle entre la bourse ou le système de cotation et de déclaration d'opérations et son fournisseur de services de réglementation. Elle vient plutôt préciser que nous nous attendons à ce que le fournisseur de services de réglementation reçoive l'information dont il a besoin pour

surveiller efficacement les opérations sur plusieurs marchés et veiller à ce que les marchés placés sous sa surveillance respectent uniformément certaines normes, comme la synchronisation des horloges et l'utilisation d'identificateurs.

V. 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.

VI. Commentaires et questions

Les personnes intéressées sont invitées à présenter des commentaires écrits sur les projets de règlements au plus tard le 15 janvier 2009. Si vous ne les envoyez pas par courriel, veuillez également les fournir sur disquette (format Microsoft Word).

Prière d'adresser vos commentaires aux membres des ACVM comme suit :

Alberta Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Nova Scotia Securities Commission
 Registraire des valeurs mobilières, ministère de la Justice, Territoires du Nord-Ouest
 Registraire des valeurs mobilières, gouvernement du Yukon
 Registraire des valeurs mobilières, Bureau d'enregistrement, ministère de la Justice, Nunavut
 Registrar of Securities, Île-du-Prince-Édouard
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Superintendent of Securities, Terre-Neuve-et-Labrador
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

M^{ce} Anne-Marie Beaudoin
 Secrétaire de l'Autorité
 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

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

Nous ne pouvons préserver la confidentialité des commentaires parce que la législation en valeurs mobilières de certaines provinces exige la publication d'un résumé des commentaires écrits reçus pendant la période de consultation.

Pour toute question, prière de s'adresser aux personnes suivantes :

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

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

Tracey Stern

Susan Greenglass

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

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

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

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

Matthew Thompson
Commission des valeurs mobilières
de l'Ontario
416-593-8223

Mark Wang
British Columbia Securities Commission
604-899-6658

Cassie Scanlan
British Columbia Securities Commission
604-899-6766

Annexe A

Résumé des commentaires et réponses

Annexe A

Résumé des commentaires relatifs aux projets de règlements modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation en matière de transactions hors cours et réponses des Autorités canadiennes en valeurs mobilières

Commentaires généraux*Cadre de la proposition visant les transactions hors cours*

Les intervenants sont généralement en faveur de la proposition de rendre les marchés responsables de la protection contre les transactions hors cours.

Deux intervenants ne sont pas en faveur d'un régime sur les transactions hors cours. L'un d'eux déclare ne pas croire qu'un tel régime soit nécessaire, surtout pour les ordres institutionnels.

Quelques intervenants prient instamment les autorités en valeurs mobilières du Canada de mettre en œuvre un régime compatible avec celui des États-Unis.

Enfin, un autre intervenant fait remarquer que les marchés doivent garantir l'accessibilité de façon continue et fiable avant leur lancement, pour les courtiers, les marchés et les fournisseurs d'information. Il ajoute que, comme le marché canadien compte sur la technologie de fournisseurs pour l'accès aux marchés et le traitement postérieur aux opérations, des essais coordonnés à l'échelle du secteur sont un facteur de réussite primordial pour l'introduction de nouveaux marchés au Canada.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») estiment qu'un régime de protection contre les transactions hors cours contribuera à maintenir la confiance des investisseurs dans nos marchés et l'équité de ceux-ci. En outre, le fait d'imposer l'obligation aux marchés donnerait la marge de manœuvre nécessaire pour trouver la meilleure façon de mettre en œuvre le régime.

Les ACVM ont fait de leur mieux pour rendre le régime de protection contre les transactions hors cours compatible avec celui des États-Unis.

Nous avons actualisé les dispositions existantes pour obliger les marchés à publier la version finale de leurs prescriptions techniques pendant au moins trois mois avant d'entrer en activité et de permettre l'accès à des installations d'essais concernant l'interfaçage avec leurs systèmes et l'accès à ceux-ci pendant au moins deux mois avant la mise en activité. Toutefois, nous ne proposons pas d'essais à l'échelle du secteur à ce stade.

<p><i>Besoin de consolidation des données et de mécanismes intelligents d'acheminement des ordres.</i></p> <p>Certains intervenants sont d'avis qu'un consolidateur de données centralisé et des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres sont nécessaires pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p><i>Demandes de précisions</i></p> <p>Un intervenant signale que la proposition visant les transactions hors cours n'indique pas comment les besoins particuliers des investisseurs institutionnels seraient pris en compte. Il demande un aménagement pour cette composante des marchés des capitaux du Canada, car le projet de régime nuirait à ses activités légitimes de négociation et de formation des cours.</p>	<p><i>Nous ne pensons pas qu'un consolidateur de données centralisé soit primordial pour respecter l'interdiction de transaction hors cours, mais nous travaillons à la mise sur pied d'une agence de traitement de l'information pour faciliter la consolidation. En outre, nous nous attendons à ce que les fournisseurs d'information répondent à la demande du marché et mettent à sa disposition des données consolidées. En ce qui concerne les mécanismes intelligents d'acheminement des ordres, les marchés disposent de plusieurs moyens pour mettre en œuvre leurs politiques et procédures, dont ces mécanismes. Les ACVM se sont laissés dire que nombre de marchés qui exercent des activités au Canada offrent ou prévoient offrir des services d'acheminement à leurs participants.</i></p> <p><i>Les ACVM estiment que tous les participants au marché devraient respecter les ordres dotés d'un meilleur cours qui sont déjà affichés. La possibilité d'utiliser des ordres de balayage intermarchés a toutefois été prévue pour faciliter les opérations sur des blocs de titres.</i></p>
<p>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?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>La grande majorité des intervenants n'appuyaient pas la proposition d'imposer aux participants au marché une restriction relativement à l'exécution d'opérations sur</p>	<p><i>Les ACVM conviennent que l'interdiction de transaction hors cours ne devrait pas protéger les ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur un marché étranger. Nous faisons</i></p>

les marchés étrangers.	<i>toutefois remarquer qu'à l'heure actuelle, les participants au marché doivent, pour remplir leur obligation de « meilleure exécution », tenir compte des marchés étrangers pour exécuter une opération. Nous proposons également une disposition anti-échappatoire (article 6.7 du Règlement 23-101) pour empêcher l'acheminement des ordres à des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime de protection contre les transactions hors cours au Canada.</i>
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?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Les intervenants recommandent de tenir compte des facteurs suivants dans le cadre de cette analyse :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le coût total, pour le marché, de l'imposition de l'obligation d'empêcher les transactions hors cours aux participants au marché; • les coûts sectoriels totaux; • les droits d'accès, de règlement et de compensation ainsi que le coût de la surveillance et du contrôle des opérations sur chaque marché; • le coût d'un régime incompatible avec celui des États-Unis; • les avantages d'une protection stricte contre les transactions hors cours; • la mesure nette des avantages pour le client; • le coût global pour le secteur plutôt que par courtier; • le coût de la surveillance et du contrôle pour les divisions de la conformité des courtiers; • les coûts pour les autorités en valeurs mobilières ; • l'incidence du temps de latence – occasions ratées, fuites d'information et coûts élevés des opérations et du règlement lorsqu'il faut envoyer des ordres à trop de destinations avant de les exécuter; • les coûts et avantages des transactions hors cours non seulement pour une opération unique, mais aussi pour un portefeuille ou plusieurs ordres à la 	<p><i>Les ACVM remercient tous les intervenants pour leurs commentaires. Nous publions une analyse coûts-avantages qui examine l'impact différentiel prévu des projets de règlements. Certains des commentaires reçus ont informé cette analyse, qui tient notamment compte de l'obligation actuelle des participants, de la suppression des obligations actuelles et de l'application de l'interdiction des transactions hors cours au niveau du marché.</i></p>

fois. Selon un intervenant, il est important de considérer tous les ordres à cours limité globalement au cours d'achat ou de vente et de tenir compte de la contribution des ordres des investisseurs individuels.	
Question 3 : Souhaiteriez-vous participer à l'analyse coûts-avantages en nous faisant part de vos suggestions?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
Sept intervenants sont intéressés.	<i>Les ACVM remercient ces intervenants pour leur intérêt à participer à l'analyse coûts-avantages. Nous publions une analyse coûts-avantages avec les projets de modifications et invitons les intéressés à nous faire part de leurs commentaires et de leurs estimations des coûts et avantages de la proposition. Nous envisageons de mener des consultations ciblées ultérieurement.</i>
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 »?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
Dix intervenants estiment que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait s'appliquer uniquement pendant les heures normales de négociation. Selon bon nombre d'entre eux, les « heures normales de négociation » sont la période située entre 9 h 30 et 16 h HNE.	<i>Les ACVM sont d'avis que l'interdiction de transaction hors cours devrait s'appliquer à tous les marchés dès lors qu'au moins deux marchés sont ouverts et affichent des ordres protégés. Par conséquent, nous n'avons pas prévu de définition de l'expression « heures normales de négociation » mais fourni des indications dans l'Instruction générale relative au Règlement 23-101.</i>

Certains intervenants ne pensent pas que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait être limitée à une partie de la séance.

Certains de ces intervenants font valoir que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devrait s'appliquer lorsque au moins deux marchés sont ouverts simultanément mais que les transactions hors cours qui contournent les marchés fermés devraient être permises.

Voici certains des motifs invoqués à l'appui de cet argument :

- une protection permanente contre les transactions hors cours empêcherait le transfert de la liquidité vers les heures où cette protection ne s'applique pas;
- cela éviterait la confusion que pourraient causer différentes interprétations de l'expression « heures normales de négociation ».

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?

Commentaires

La plupart des intervenants estiment que tous les ordres visibles et dotés de meilleurs cours devraient être protégés et que l'interdiction de procéder à des transactions hors cours devraient s'appliquer à la pleine profondeur du registre.

Un intervenant fait observer qu'appliquer la protection contre les transactions hors cours aux cinq premiers niveaux serait une lourde obligation, et il approuve la solution états-unienne, selon laquelle la protection contre les transactions hors cours ne devrait s'appliquer qu'à la tête du registre.

Réponses des ACVM

Les ACVM conviennent que l'interdiction de transaction hors cours devrait s'appliquer à la pleine profondeur du registre. En vertu du projet de régime de protection contre les transactions hors cours, tous les ordres visibles et dotés d'un meilleur cours qui sont affichés sur les marchés disposant de la fonctionnalité automatisée seraient protégés, sous réserve de certaines transactions hors cours « autorisées » qui sont décrites dans notre réponse aux commentaires sur la question 9, ci-dessous.

Un autre intervenant est d'avis qu'un régime sur les transactions hors cours n'est approprié que si une cotation consolidée est disponible.	<i>Les ACVM conviennent qu'une cotation consolidée aiderait à respecter l'interdiction de transaction hors cours, mais estiment qu'elle n'est pas nécessaire pour la respecter efficacement. Comme nous l'avons vu ci-dessus, nous travaillons actuellement à la mise sur pied d'une agence de traitement de l'information.</i>
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?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question ne sont pas en faveur du plafonnement des frais exigés par opération pour accéder à un ordre sur un marché en application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Nombre d'entre eux font valoir que les frais devraient être déterminés par le jeu de la concurrence.</p> <p>Six intervenants étaient en faveur d'un plafond, notamment pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les règles du jeu seraient égales pour tous les participants et le nombre d'adhérents des SNP pourrait augmenter; • il serait facile de comparer les cours d'un marché à l'autre; • les courtiers seraient protégés contre les frais abusifs des marchés car ils ne seraient pas captifs; • les investisseurs n'auraient pas à assumer indirectement une part démesurée des frais d'accès aux cours pour respecter l'obligation de ne pas procéder à des transactions hors cours. 	<p><i>En réponse aux commentaires reçus, nous proposons de ne pas imposer de plafond chiffré aux frais exigés mais de les aligner sur l'échelon de cotation minimal prévu par la Règle 6.1 des Règles universelles d'intégrité du marché de l'OCRCVM. Nous avons également interdit aux marchés d'imposer des conditions qui entraînent une discrimination entre les ordres qui leur sont acheminés pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ces marchés. Nous avons sollicité davantage de commentaires sur la question de savoir s'il convient de fixer un plafond chiffré.</i></p>
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?	

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question sont en faveur d'un seuil à partir duquel les SNP seraient tenus d'octroyer un accès à tous les groupes de participants au marché. Les seuils proposés sont notamment de 20 %, de 10 % et de 5 % de la part du marché. Un intervenant fait valoir que les SNP devraient octroyer l'accès à tous les groupes de participants au marché lorsqu'ils sont considérés comme un marché pertinent.</p> <p>Un autre intervenant estime que les marchés ne devraient pas restreindre indûment l'accès et que toutes les catégories de participants au marché devraient être autorisées à réaliser des opérations.</p> <p>Un autre intervenant n'est pas certain du seuil approprié en l'absence d'un environnement entièrement compétitif. Il propose de revoir cette notion un an après la mise en activité de multiples marchés pour déterminer s'il est faisable d'établir un seuil pertinent pour les marchés canadiens.</p> <p>Cinq intervenants sont contre l'établissement par voie réglementaire d'un seuil qui obligerait les SNP à octroyer l'accès à tous les groupes de participants au marché. Certains d'entre eux font valoir les arguments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • La pratique des ACVM qui consiste à aborder cette question au cas par cas en fonction de l'intérêt public est appropriée; • On ne sait pas si les bourses se conforment au règlement américain sur l'accès équitable puisque seuls les courtiers peuvent être membres. 	<p><i>Au lieu d'obliger les marchés à octroyer un accès direct à tous les groupes de participants lorsqu'un certain seuil est atteint, nous avons fourni des directives supplémentaires sur l'accès équitable dans l'Instruction générale relative au Règlement 21-101. Nous ferons le suivi de la question.</i></p>
<p>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?</p> <ul style="list-style-type: none"> • 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?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p><i>Accès des non-membres aux marchés spécialisés</i></p> <p>Nombre d'intervenants qui ont répondu à cette question sont favorables à l'idée d'obliger les marchés spécialisés à permettre l'accès aux non-membres pour qu'ils puissent accéder aux ordres à cours limité immédiatement accessibles et visibles en vue de respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p>Voici certains des arguments avancés à l'appui :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'interdiction de procéder à des transactions hors cours est un devoir de l'ensemble des participants au marché envers les marchés des capitaux en général; par conséquent, tous les participants au marché devraient avoir un accès équitable à tous les ordres dotés d'un meilleur cours; • cette interdiction crée un obstacle majeur à l'adhésion à de nouveaux marchés en raison de l'alourdissement des obligations de conformité. <p>D'autres intervenants opposés à cette interdiction font valoir les arguments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les marchés qui limitent le nombre de membres contiennent par définition des ordres qui ne sont pas des ordres à cours limité immédiatement accessibles et visibles (du fait que les membres exclus ne peuvent ni voir ces ordres ni exécuter d'ordres contre ceux-ci sur ce type de marché); par conséquent, ces ordres devraient être considérés comme des « ordres exclus »; • il n'est ni approprié ni nécessaire de forcer les marchés spécialisés à changer de technologie ou leurs règlements intérieurs simplement pour 	<p><i>En ce qui concerne les questions relatives à l'accès aux marchés par des non-membres ou non-adhérents, nous ne proposons pas que les marchés leur octroient l'accès direct. En vertu des modifications proposées, les marchés auraient la possibilité de déterminer la meilleure façon de respecter l'interdiction de transaction hors cours. Cette question sera abordée dans le cadre du comité sectoriel de mise en œuvre.</i></p>

permettre à des participants occasionnels et par ailleurs inadmissibles d'accéder à un ordre doté d'un meilleur cours pour respecter l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.

Accès direct aux ordres pour exécution

La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que les SNP devraient être tenus de fournir l'accès direct aux ordres pour exécution si aucun autre adhérent n'offre ce service.

Quelques intervenants étaient toutefois en faveur de cette obligation.

Commodité de l'accès direct aux ordres pour exécution

Certains intervenants qui ont répondu à cette question estiment qu'il est commode d'obliger les SNP à fournir l'accès direct aux ordres pour exécution si aucun autre adhérent n'offre ce service. Un des motifs invoqués est que les SNP sont des courtiers inscrits et qu'ils devraient pouvoir traiter le flux d'ordres entrants comme le flux des ordres de clients.

Deux intervenants ne croient pas que cette solution soit commode.

Seuils d'application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours

Les seuils proposés en dessous desquels l'interdiction de procéder à des transactions hors cours ne s'appliquerait pas aux ordres et (ou) aux opérations sur un marché vont de 5 % (après un an de négociation continue) à 10 % du volume des opérations d'un émetteur canadien.

Les ACVM n'ont pas établi de seuil à partir duquel l'interdiction de transaction hors cours s'appliquerait; elles estiment que cette interdiction devrait s'appliquer à tous les ordres à cours limité visibles sur un marché.

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?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>De nombreux intervenants considèrent que la dispense pour les ordres assortis de conditions particulières indiqués dans l'avis conjoint est appropriée.</p> <p>Un intervenant déclare que les ordres assortis de conditions particulières qui sont utilisés pour établir le dernier cours vendeur ne devraient pas ouvrir droit à la dispense relative à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p> <p>Un autre intervenant avance que tous les ordres assortis de conditions particulières devraient ouvrir droit à la dispense.</p> <p>Un autre intervenant précise que la capacité d'un ordre assorti de conditions (tout ou rien, quantité minimale) de contourner un ordre doté d'un meilleur cours sur un autre marché devrait correspondre à son traitement sur un marché et aux dispenses pour les marchés dont les tailles d'ordres minimales sont supérieures. Il ajoute que les conditions de « règlement » comme le paiement comptant ou la livraison différée et les lots irréguliers devraient aussi être visées par la dispense.</p> <p>Un intervenant affirme que l'exclusion des ordres assortis de conditions particulières devrait être compatible avec les RUM.</p>	<p><i>Nous n'avons pas proposé de dispense générale pour tous les ordres assortis de conditions particulières.</i></p> <p><i>Cependant, le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101 indique qu'il n'est pas obligatoire de fournir à une agence de traitement de l'information ni à un fournisseur d'information les ordres assortis de conditions particulières qui ne sont pas immédiatement exécutables ou qui sont inscrit sur un registre des conditions particulières, comme les ordres tout ou rien ou quantité minimale. Par conséquent, ces types d'ordres ne correspondent pas à la définition d'« ordre protégé » prévue par le projet de règlement et ne bénéficient pas de la protection contre les transactions hors cours. Toutefois, les personnes qui exécutent leurs ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres dotés d'un meilleur cours.</i></p> <p><i>En outre, les ordres assortis de conditions de règlement particulières et les « ordres à cours calculé » sont dans la liste des transactions hors cours « autorisées », au paragraphe e de l'article 6.2 du Règlement 23-101.</i></p> <p><i>Enfin, certains marchés permettent les négociations hors séance à des cours établis par eux pendant la séance à des participants au marché qui sont évalués par rapport à certains cours de clôture. En pareilles circonstances, ils n'auraient pas à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant des ordres sur un autre marché.</i></p>
<p>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?</p>	

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Les intervenants qui ont répondu à cette question ne connaissaient aucun outil technologique permettant de surveiller les transactions hors cours afin d'appliquer une exception pour la cotation oscillante, mais certains ont proposé un « ordre de balayage intermarchés » pour régler ce problème.</p> <p>Un autre intervenant fait valoir qu'il serait possible de développer à SRM un système de surveillance en temps différé qui comparerait l'horodatage des ordres et des opérations.</p> <p>Certains intervenants affirment qu'il est impossible d'exercer une surveillance en vue d'appliquer une exception pour la cotation oscillante.</p> <p>Les intervenants ont fait les propositions suivantes en remplacement de l'exception pour la cotation oscillante :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les courtiers devraient démontrer que leurs politiques et procédures de négociation sont conçues pour réduire au minimum les transactions hors cours causées par les « ordres oscillants »; • au début, il faudrait examiner la situation d'un environnement de marchés multiples pour vérifier si cela sera réellement un problème important nécessitant des travaux de développement; • les courtiers devraient consigner dans leurs dossiers les cas d'ordres inexécutables et leur explication; le cas échéant, les participants devraient envoyer un rapport sur les anomalies à SRM; • il faudrait recourir à une réglementation fondée sur les « tendances », en vertu de laquelle les autorités en valeurs mobilières prendraient les mesures appropriées si un participant tendait à utiliser l'exception abusivement de façon récurrente. 	<p><i>On s'attend à ce que les marchés fassent des examens périodiques pour tester l'efficacité de leurs politiques et procédures conçues pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours et assurer la conformité avec la partie 6 du Règlement 23-101. Nous estimons que les marchés doivent conserver l'information nécessaire pour permettre aux autorités en valeurs mobilières d'évaluer adéquatement l'efficacité des politiques et procédures. Dans certains cas, par exemple lorsqu'un ordre de balayage intermarchés est envoyé, il convient que le participant au marché consigne l'information pertinente de façon à ce que les autorités en valeurs mobilières puissent évaluer adéquatement la conformité à la partie 6 de ce règlement.</i></p>

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?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Plusieurs intervenants qui ont répondu à cette question doutent qu'une période déterminée puisse être applicable. Un intervenant propose de remplacer la période déterminée après l'opération, pendant laquelle l'obligation relative aux transactions hors cours ne s'appliquerait pas, par une obligation pour les courtiers de démontrer, soit au moyen de la documentation de leurs systèmes, soit au moyen de leur piste de vérification, qu'au moment de la saisie, leurs ordres ont été acheminés vers le marché affichant le meilleur cours selon leur connaissance des données du marché à ce moment.</p> <p>D'autres intervenants font valoir que la période appropriée devrait varier en fonction de la nature de l'ordre, de l'heure et de la taille de l'opération. Un intervenant indique qu'il pourrait être approprié de fixer plusieurs périodes, selon la nature de l'ordre. Un intervenant propose qu'une cotation qui dure moins de cinq secondes ne soit pas subordonnée à la protection contre les transactions hors cours.</p>	<p><i>Nous avons tenu compte des « ordres oscillants » lorsqu'un marché affichant le meilleur cours a été contourné mais avait affiché, immédiatement avant la transaction hors cours, un ordre doté d'un cours égal ou inférieur à celui de cette transaction. Nous posons une question à ce sujet dans l'avis de consultation : quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre? Selon nous, compte tenu de la rapidité des négociations, une seconde pourrait être un délai trop long.</i></p>

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?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Trois intervenants déclarent expressément leur appui à l'exception pour les ordres au cours de clôture.</p>	<p><i>Comme nous l'avons vu ci-dessus, le marché qui offre une période de négociation prolongée avec un cours de clôture fixe en vertu du paragraphe e de l'article 6.2 du</i></p>

<p>Un intervenant demande des explications au sujet des facteurs qui seront utilisés pour déterminer le cours d'ouverture et de clôture d'un titre.</p> <p>Un intervenant fait valoir que la protection contre les transactions hors cours devrait s'appliquer en tout temps à tous les marchés ouverts pour négociation en continu.</p>	<p><i>Règlement 23-101 pourrait exécuter des ordres au cours de clôture et ne serait pas tenu de prendre des mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours contournant les ordres sur un autre marché. Autrement, lorsque deux marchés affichant des ordres protégés sont ouverts pendant leur séance ordinaire, la protection contre les transactions hors cours s'applique.</i></p>
<p>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?</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Commentaires</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Cinq intervenants sont en faveur d'une exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur, mais ils font valoir différents arguments en ce qui concerne son application. Un intervenant affirme que cette dispense devrait être limitée au volume résiduel tandis que, selon d'autres, elle devrait être limitée au volume négocié pendant la séance au cours de laquelle l'opération a eu lieu. Un autre intervenant indique qu'il faudrait encourager l'exécution des opérations dans le contexte actuel du marché et qu'il n'est pas en faveur d'une exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur pour le volume résiduel d'une opération.</p> <p><i>Durée appropriée de la période</i></p> <p>Les propositions à cet égard vont de 60 secondes à deux minutes. Un autre intervenant s'en remet à l'expertise du marché pour déterminer les volumes et les périodes.</p>	<p><i>Nous avons autorisé les transactions hors cours résultant de l'exécution d'ordres sur le volume résiduel d'une opération dans le cadre d'un mécanisme d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur. Nous estimons que les meilleurs cours affichés doivent être respectés par tous les participants au marché.</i></p>

<p><i>Opposition à l'exception relative aux mécanismes d'exécution d'ordres au dernier cours vendeur</i></p> <p>Cinq intervenants sont d'avis qu'il ne devrait y avoir aucune exception spéciale pour ces mécanismes. L'un d'eux n'est pas en faveur de cette exception pendant la séance ordinaire mais il n'est pas contre l'idée de permettre que la négociation se poursuive au cours de clôture.</p>	
<p>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?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Les dispenses suivantes de la protection contre les transactions hors cours ont été proposées par les intervenants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les applications à prix extraordinaire (y compris les opérations par exécution de dérivés, CMPV, conditionnelles et de séance de bourse spéciale); • les conditions de règlement particulières; • les ordres au dernier cours; • les opérations liées à des dérivés; • les ordres tout ou rien (déjà inscrits dans les registres des ordres assortis de conditions particulières lorsque l'opération est déclenchée par un algorithme du marché); • les ordres d'une taille minimale; • les ordres à seuil de déclenchement et les ordres de vente à découvert, lorsque la fixation du cours est gérée par une bourse. <p>Un autre intervenant estime que les transactions hors cours ne devraient être autorisées en aucun cas, hormis ceux indiqués dans l'avis conjoint.</p>	<p><i>Comme nous l'avons vu ci-dessus, la proposition actuelle autorise les transactions hors cours découlant d'ordres assortis de conditions de règlement particulières, les ordres au cours de clôture et les ordres dont le cours n'est pas connu au moment où ils sont saisis et doit être calculé en fonction du cours du titre au moment de l'exécution, mais n'y sera pas nécessairement égal.</i></p> <p><i>Les ordres tout ou rien, d'une quantité minimale et les autres ordres assortis de conditions spéciales qui ne sont pas immédiatement exécutables ou qui sont inscrits sur les registres des conditions particulières n'ont pas à être fournis à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information selon le paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale relative au Règlement 21-101. Ces types d'ordres ne sont donc pas visés par la définition d'« ordre protégé » prévue par le projet de régime et ne bénéficient pas de la protection contre les transactions hors cours.</i></p>

<p>Un intervenant est en faveur des dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours dans les cas où le cours n'est pas connu lors de la saisie de l'ordre.</p> <p>Deux intervenants demandent aux ACVM de conserver une certaine souplesse quant aux dispenses de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours.</p>	
<p><i>Les commentaires sur les questions 15 à 18 et les réponses des ACVM ont été publiés le 20 juin 2008 dans le Bulletin de l'autorité des marchés financiers, Vol. 5, n° 24, 2008-06-20.</i></p>	
<p>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?</p>	
<p style="text-align: center;"><i>Commentaires</i></p>	<p style="text-align: center;"><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Selon quatre intervenants, il faudrait que plusieurs marchés soient actifs pendant un certain temps avant que l'on puisse déterminer l'utilité de l'information.</p> <p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question souhaitent que les obligations d'information proposées soient imposées aux marchés. Un intervenant fait valoir que les obligations d'information des marchés devraient s'inspirer des rapports dits « Dash 5 » produits aux États-Unis, étant donné l'importance des opérations sur titre intercotés au Canada. Selon lui, si les paramètres de base des ACVM sont appropriés, ils sont insuffisants puisqu'il faut également tenir compte de la structure des différents marchés et que les données contenues dans les rapports de type « Dash 5 » fournissent de l'information qui permet à l'utilisateur</p>	<p><i>Les ACVM ont reporté la mise en œuvre des obligations d'information pour permettre à plusieurs marchés de commencer à exercer leur activité et aux participants au marché de s'adapter aux changements de la structure du marché. Nous estimons toujours que cette information est importante.</i></p> <p><i>Nous avons simplifié davantage les obligations d'information proposées en insistant sur les domaines qui, selon nous, apportent de l'information utile pour évaluer la qualité de l'exécution.</i></p>

<p>de comparer les coûts et les avantages de l'exécution sur divers marchés.</p> <p>Certains intervenants estiment que l'information que les courtiers devraient fournir serait inutile pour le public et les sociétés.</p> <p><i>Suggestions d'autres renseignements utiles</i></p> <p>Selon un intervenant, l'information sur les pratiques des marchés et des courtiers en matière d'acheminement et d'exécution fournirait de bons outils de surveillance et d'évaluation de la meilleure exécution et elle contribuerait à améliorer l'efficacité des marchés des capitaux. Il propose également que les courtiers indiquent toujours l'identité des places boursières vers lesquelles ils acheminent une partie importante de leurs ordres, leur relation avec ces places ou les éventuels conflits d'intérêts.</p> <p>Un intervenant est d'avis que les SNP devraient fournir périodiquement des données normalisées pour que les participants au marché puissent raisonnablement envisager d'utiliser un marché opaque pour obtenir la meilleure exécution.</p>	
Question 20 : Les transactions exécutées sur un marché étranger ou hors bourse devraient-elles faire partie de l'information à fournir par les courtiers?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p><i>Opérations exécutées sur un marché étranger</i></p> <p>Selon la majorité des intervenants qui ont répondu à cette question, il ne devrait pas y avoir obligation de déclarer au Canada les opérations exécutées à l'étranger. Deux intervenants précisent que la fourniture de cette information peut revenir très cher sans apporter d'avantage tangible.</p>	<p><i>Nous ne proposons pas que les opérations exécutées sur un marché étranger ou hors bourse fassent partie de l'information. Ce qui nous intéresse, c'est l'endroit où les titres sont négociés dans un environnement de marchés multiples au Canada.</i></p>

Trois intervenants sont en faveur de la fourniture d'information sur les opérations exécutées à l'étranger, dont un lorsque la relation entre les parties dicte l'acheminement des ordres. Un autre intervenant affirme que cette information fournirait des renseignements supplémentaires pour l'analyse interne.

Opérations hors bourse

En ce qui concerne l'information sur les opérations hors bourse, un intervenant remarque que le manque de transparence et d'information comparative peut compliquer l'évaluation de la meilleure exécution sur les marchés hors cote, mais que cette information peut être utile dans certains cas, comme les émissions d'obligations d'État.

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?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que les courtiers devraient fournir de l'information sur les ordres acheminés en application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. Ils font valoir les arguments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'information détaillée sur l'acheminement des ordres et les décisions prises pendant la négociation est plus pertinemment recueillie dans le cadre du projet TREATS; • cette obligation entraînerait des retards et impose indirectement aux participants des coûts opérationnels et de conformité indus; • il faudrait reporter la mise en œuvre d'obligations d'information supplémentaires jusqu'à ce que le marché ait fonctionné dans le contexte 	<p><i>Pour le moment, nous ne proposons pas d'inclure l'information sur les ordres acheminés pour l'application de l'interdiction de transaction hors cours. Nous pourrions réévaluer ce point lorsque les obligations relatives aux transactions hors cours auront été en vigueur depuis un certain temps.</i></p>

<p>des projets de règlements pendant une période raisonnable et qu'une étude rigoureuse prouve de façon convaincante que cette obligation répond à un besoin réglementaire.</p> <p>Deux intervenants sont en faveur de la fourniture d'information sur les ordres acheminés en application de l'interdiction de procéder à des transactions hors cours. L'un d'eux veut toutefois que les ACVM s'assurent que les avantages de cette information l'emportent sur les coûts associés à la mise en place de la structure nécessaire avant d'imposer cette obligation.</p>	
Question 22 : Devrait-on inclure dans l'information à fournir par les marchés les statistiques fondées sur des écarts?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Six intervenants ne souhaitent pas que les marchés aient à fournir des statistiques fondées sur les écarts, notamment pour les motifs suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • il est difficile d'établir des normes objectives de présentation uniforme de l'information et on pourrait manipuler les statistiques en incluant ou en omettant sélectivement les données sur les opérations; • selon la nature du marché, cette information peut ne pas du tout être pertinente; • les statistiques fondées sur les écarts n'aideront pas à déterminer la vitesse d'exécution, la certitude de l'exécution et le coût global des opérations. <p>Cinq intervenants indiquent qu'il faudrait fournir des statistiques fondées sur les écarts pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> • ces statistiques sont nécessaires pour déterminer la meilleure exécution du flux d'ordres passif; • cette information est importante pour analyser le coût des opérations sous forme d'analyse du manque à gagner lors de l'exécution; 	<p><i>Les avis étaient partagés sur la présentation des statistiques fondées sur les écarts. Par conséquent, nous avons proposé que l'information fournie par les marchés comporte des statistiques fondées sur les écarts et sollicité des commentaires sur ce point.</i></p>

<ul style="list-style-type: none"> • cette information est la meilleure mesure de la liquidité. 	
<p>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?</p>	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que l'information visée par les obligations proposées serait utile si les titres ne sont négociés que sur un marché. Certains intervenants font valoir que la valeur de l'information ne serait pas justifiée par le coût de sa collecte.</p> <p>Trois intervenants jugent que l'information visée par les obligations d'information proposées serait utile même si les titres ne sont négociés que sur un marché. Un intervenant soutient que ces données historiques peuvent servir lorsque la capitalisation d'un émetteur augmente et que ses titres seront inscrits à la cote de plusieurs marchés. Un autre intervenant estime que l'on peut réaliser l'analyse du coût des opérations même si les titres ne sont négociés que sur un marché. Un autre intervenant note également que les obligations d'information prévoient des moyens de mesurer la qualité prévue de l'exécution d'un marché et qu'étant donné la difficulté de suivre les titres intercotés en temps réel, la meilleure solution consiste à normaliser les obligations d'information des marchés, que les titres négociés soient intercotés ou non.</p>	<p><i>Nous n'avons pas limité à un seul marché les obligations d'information des marchés sur lesquels les titres sont négociés. Nous estimons que les obligations d'information proposées donneront de l'information utile pour évaluer la qualité de l'exécution.</i></p>

II. Liste des intervenants

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