

Avis de publication

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

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

I. Introduction

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») ont apporté certaines modifications (les « modifications ») aux textes suivants :

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

Les éléments centraux des modifications établissent un régime en vertu duquel tous les ordres à cours limité visibles, immédiatement accessibles et ayant un meilleur cours doivent être exécutés avant les autres ordres à cours limité à cours inférieurs, quel que soit le marché sur lequel ils sont saisis (le « régime de protection des ordres » ou le « régime de protection contre les transactions hors cours »). Les autres éléments des modifications concernent l'interdiction de figer ou de croiser intentionnellement les marchés, les prescriptions techniques des marchés, la synchronisation des horloges et les obligations applicables aux agences de traitement de l'information.

Nous faisons observer que, pour le moment, nous ne donnons pas suite aux obligations d'information en matière de meilleure exécution qui incombent aux marchés et aux courtiers. Nous avons l'intention de publier de nouveau le projet de modification et incluons à cette occasion un résumé des commentaires reçus sur les obligations proposées, ainsi que nos réponses. Nous soulignons également que l'expression « protection contre les transactions hors cours » a été remplacée par « protection des ordres », mais que la notion sous-jacente est la même dans les deux cas.

Sous réserve de l'approbation des ministres compétents, les modifications, à l'exception de celles ayant trait au régime de protection des ordres (c'est-à-dire la partie 6 du Règlement 23-101), entreront en vigueur le 28 janvier 2010 dans tous les territoires membres des ACVM. Le régime de protection des ordres entrera en vigueur le 1^{er} février 2011. L'annexe A du présent avis contient d'autres renseignements sur la mise en œuvre ou la prise des règlements, dans chaque province ou territoire.

En Ontario, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (la « CVMO ») a présenté les modifications au ministre des Finances le 13 novembre 2009 pour approbation. On trouvera une version soulignée (anglaise) montrant les modifications sur le site Web de plusieurs membres des ACVM.

D'ici à l'entrée en vigueur des modifications instituant le régime de protection des ordres, nous nous attendons à ce que les participants, au sens des Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), respectent la Règle 5.2, *Meilleur cours*, des RUIM (la « règle des RUIM sur le meilleur cours »).

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 les marchés financiers du Canada, en particulier l'obligation d'éviter les transactions hors cours (la « protection des ordres »).

Le document de discussion de 2005 posait un certain nombre de questions destinées à cerner les valeurs et les règles importantes pour les participants canadiens au marché. Vu l'importance des enjeux de la protection des ordres et leur incidence possible sur les marchés financiers du Canada, les ACVM ont organisé un forum public le 14 octobre 2005 afin de permettre à tous les intéressés de participer aux discussions sur la protection des ordres².

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 pas souvent dégagé d'opinion majoritaire, les points de vue étant partagés environ à parts égales. Toutefois, la majorité des intervenants étaient d'avis que tous les ordres visibles ayant un meilleur cours devraient être exécutés avant les ordres ayant un cours inférieur.

Le 20 avril 2007, les ACVM et Services de réglementation du marché inc. (RS), devenu depuis l'OCRCVM, ont publié l'*Avis conjoint sur l'interdiction de procéder à des transactions hors cours, la meilleure exécution et l'accès aux marchés* (l'« avis conjoint »)³. L'avis conjoint présentait une proposition de régime de protection des ordres⁴.

Le 17 octobre 2008, les ACVM ont publié les projets de règlements modifiant le Règlement 21-101 et le Règlement 23-101 ainsi que des projets de modification de leurs instructions générales (collectivement, les « projets de règlements de 2008 »)⁵. Les ACVM ont sollicité les commentaires sur tous les aspects des projets de règlements de 2008 et ont reçu 18 mémoires en réponse. Nous avons examiné les commentaires reçus et remerciés tous les intervenants. La liste des intervenants et un résumé des commentaires, accompagné de nos réponses, figurent à l'annexe B du présent avis.

En février 2009, les ACVM ont mis sur pied un comité sectoriel de mise en œuvre (le « comité de mise en œuvre »), constitué de représentants intéressés (marchés, courtiers, fournisseurs et investisseurs institutionnels), afin que celui-ci formule des recommandations aux ACVM et à l'OCRCVM, lorsque cela était approprié, au sujet des aspects opérationnels de la mise en œuvre du régime de protection des ordres. Plus de 30 intervenants du secteur ont pris part à ce comité. Dans le cadre de son mandat, le comité de mise en œuvre a mis sur pied des sous-comités chargés de discuter de cinq sujets qui, à son avis, pourraient entraîner une modification substantielle des dispositions réglementaires, et de formuler des recommandations à cet égard. Les recommandations de chacun des sous-comités ont été présentées au comité de mise en œuvre, qui a ensuite remis un rapport aux ACVM. Le rapport du comité de mise en œuvre concernant les éventuelles modifications importantes du projet de régime de protection contre les transactions hors cours (le « rapport du comité de mise en œuvre ») figure à l'annexe C du présent avis. Nous souhaitons remercier tous les membres du comité de mise en œuvre du temps qu'ils ont consacré au comité et de leur précieux apport. Nos remerciements s'adressent tout particulièrement à M^{me} Judith Robertson, présidente du comité.

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

² La transcription des débats du forum sur les transactions hors cours est publiée sur le site Web de la CVM, à l'adresse suivante : http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/rule_20051014_23-403_trade-through-forum (en anglais seulement).

³ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 20 avril 2007, Vol. 4, N° 16.

⁴ L'avis conjoint présentait également des projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés et à la meilleure exécution. Les ACVM ont publié la version finale des projets de modifications réglementaires relatives à la meilleure exécution le 20 juin 2008 et de nouveau le 5 septembre 2008. Elles sont entrées en vigueur le 12 septembre 2008. Nous comptons réexaminer les projets de modifications réglementaires relatives à l'accès aux marchés et les republier pour consultation en 2010.

⁵ Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 17 octobre 2008, Vol. 5, N° 41.

III. Régime de protection des ordres

1. Qu'est-ce que la protection des ordres?

La protection des ordres, ou la protection contre les transactions hors cours, est la garantie que tous les ordres à cours limité immédiatement accessibles, visibles et ayant un meilleur cours sont exécutés avant les ordres à cours limité ayant un cours inférieur, et que les ordres ne sont pas contournés. Tous les participants au marché ont envers l'ensemble du marché cette obligation. Bon nombre des personnes qui ont commenté les projets de règlements de 2008 ont indiqué qu'elles croyaient en l'importance de l'obligation de protection des ordres. 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 déroger⁶. L'obligation de protection des ordres s'applique dès lors qu'au moins deux marchés comportant des ordres protégés sont ouverts.

2. Pourquoi la protection des ordres est-elle importante?

Dans un contexte de multiplicité des marchés, la garantie que les ordres ayant un meilleur cours seront exécutés avant ceux à cours inférieur est primordiale pour maintenir la confiance des investisseurs et l'équité du marché. La protection des ordres est particulièrement importante pour assurer la participation future des investisseurs individuels qui s'attendent depuis longtemps à une telle protection. 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'ont aucune assurance que leurs ordres ayant un meilleur cours seront exécutés, tandis que d'autres peuvent se servir de ces renseignements pour orienter leurs décisions de négociation. En outre, les investisseurs, notamment les investisseurs individuels, pourraient perdre confiance dans l'équité du traitement de leurs ordres. Cette situation pourrait contribuer à créer une perception selon laquelle les règles du jeu ne sont pas les mêmes pour tous et que certains participants sont avantagés par rapport à d'autres. Une telle perception pourrait amener des investisseurs à quitter le marché.

Les ACVM sont d'avis qu'il est important que tous les types de participants, plus particulièrement les investisseurs individuels, aient confiance dans l'équité et l'intégrité du marché canadien. Ils devraient avoir la certitude que, lorsqu'ils saisissent un ordre sur un marché, celui-ci recevra un traitement équitable, indépendamment de l'envergure du participant et de la taille de l'ordre. Cette confiance favorise une plus grande participation de toutes les catégories d'investisseurs, ce qui accroît la liquidité du marché et augmente l'efficacité du processus de formation des cours. En conséquence, les ACVM estiment que la protection des ordres est un élément clé de l'intégrité du marché canadien.

3. Le régime actuel

À l'heure actuelle au Canada, la protection des ordres est prévue dans la règle des RUIM sur le meilleur cours, laquelle oblige les courtiers qui effectuent des opérations sur les marchés canadiens à déployer des efforts raisonnables pour obtenir le meilleur cours disponible pour leurs opérations. Selon 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 règle prévoit plusieurs exceptions et indique en termes généraux les facteurs pris en considération pour déterminer si des efforts raisonnables ont été déployés⁷.

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 systèmes de négociation parallèles (SNP). En outre, la règle ne prévoit pas l'infrastructure nécessaire pour empêcher efficacement les transactions hors cours. Par exemple, elle ne prévoit pas de

⁶ L'avis accompagnant les projets de règlements de 2008, publié à la page 216 du Bulletin de l'Autorité des marchés financiers du 17 octobre 2008, Vol. 5, N° 41, traitait des transactions hors cours et de la meilleure exécution.

⁷ Voir la Règle 5.2, *Meilleur cours*, des RUIM ainsi que la politique s'y rapportant.

système qui permettrait aux participants au marché d'acheminer des ordres vers plusieurs marchés simultanément.

L'OCRCVM abrogera la règle des RUIIM sur le meilleur cours dès que le régime de protection des ordres entrera en vigueur. On trouvera d'autres renseignements sur les dispositions relatives à la mise en œuvre du régime de protection des ordres dans l'avis 09-0328 de l'OCRCVM. D'ici là, les ACVM s'attendent à ce que les participants respectent la règle des RUIIM sur le meilleur cours.

4. Le projet de régime de protection des ordres

Cette section présente les principales dispositions du régime de protection des ordres⁸. Elle indique les parties auxquelles des modifications ont été apportées et présente le point de vue du comité de mise en œuvre ainsi que nos réponses.

a) Principaux aspects du régime de protection des ordres

i) Obligation des marchés

Le régime de protection des ordres oblige chaque marché à établir, à maintenir et à faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours sur ce marché. Les marchés sont tenus de contrôler régulièrement l'efficacité de leurs politiques et de leurs 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 employés pour y parvenir. Les marchés peuvent s'acquitter de l'obligation de plusieurs façons, notamment en établissant volontairement des liens directs avec d'autres marchés, en refusant des ordres, en modifiant le prix des ordres ou en concevant des algorithmes de négociation particuliers. Cependant, ils ne peuvent pas contourner leurs obligations en établissant des politiques et des procédures obligeant les participants au marché à prendre des mesures raisonnables pour empêcher les transactions hors cours.

Au nombre des politiques et des procédures que les marchés sont tenus d'avoir en application du régime de protection des ordres, doivent figurer celles concernant leur fonctionnalité automatisée et la façon dont ils traiteront les pannes, les défauts de fonctionnements ou les retards importants touchant les autres marchés. En outre, les marchés sont tenus d'aviser immédiatement leurs participants au marché ainsi que tous les fournisseurs de services de réglementation, les agences de traitement de l'information (ou, en l'absence d'agence de traitement de l'information, les fournisseurs d'information) et tous les autres marchés des pannes, défauts de fonctionnements ou retards importants touchant leurs systèmes, leur matériel ou leur capacité à transmettre les données relatives aux ordres et aux opérations⁹. Ils sont également tenus d'avoir des politiques et des procédures relatives aux ordres à traitement imposé (pour en connaître davantage sur les ordres à traitement imposé, voir ci-après).

On s'attend à ce que les marchés démontrent l'efficacité de leurs politiques et procédures au moment de leur évaluation par les autorités en valeurs mobilières en conservant l'information pertinente. Cette information porterait sur les mesures prises par le marché pour évaluer ses politiques et procédures, les problèmes rencontrés, et les mesures prises pour corriger ces problèmes¹⁰.

Les marchés sont tenus de fournir leurs politiques et leurs 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. Les ACVM pourraient être disposées à accorder une dispense de ce délai de 45 jours, s'il y a lieu.

⁸ Le régime de protection des ordres était appelé « régime de protection contre les transactions hors cours » dans les projets de règlement de 2008.

⁹ Article 6.3 du Règlement 23-101.

¹⁰ Article 6.1 du Règlement 23-101 et article 6.2 de l'Instruction générale 23-101.

ii) *Ordres protégés*

La protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres protégés, c'est-à-dire les ordres d'achat ou de vente de titres cotés, à l'exception des options, qui sont affichés sur un marché fournissant la fonctionnalité automatisée et sur lesquels de l'information doit être fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information¹¹. 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 ordres assortis de conditions particulières, notamment tout ou rien, une quantité minimale ou une livraison au comptant ou différée¹². Cependant, les personnes qui exécutent leurs ordres contre ces types d'ordres sont tenues de les exécuter d'abord contre tous les ordres ayant un meilleur cours.

Le marché disposant de la fonctionnalité automatisée peut faire ce qui suit immédiatement et automatiquement :

- permettre qu'un ordre entrant saisi sur le marché électroniquement porte la désignation « exécuter sinon annuler »;
- exécuter tout ordre désigné comme « exécuter sinon annuler »;
- annuler les tranches non exécutées d'un tel ordre;
- transmettre une réponse à l'auteur de l'ordre pour lui indiquer la mesure prise;
- afficher de l'information mettant à jour les ordres affichés sur le marché¹³.

Nous faisons observer que, dans la version anglaise des projets de règlements de 2008, nous avons modifié le nom de la désignation de l'ordre qui figure dans la définition de l'expression *automated functionality* afin de nous conformer aux normes du secteur; ainsi, le nom de la désignation, qui était auparavant *fill-or-kill*, est devenu *immediate-or-cancel*. Ce changement n'a aucune incidence sur la terminologie utilisée dans la version française des projets de règlements de 2008.

iii) *Ordres visibles*

Le régime de protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres visibles et aux tranches visibles des autres ordres. Pour qu'il soit protégé, un ordre doit être affiché par un marché et l'information le concernant doit avoir été fournie à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information.

Les ordres cachés ou les tranches d'ordres iceberg qui ne sont pas visibles ne sont pas protégés par ce régime. À l'heure actuelle, les ordres non visibles ou les tranches non déclarées d'un registre transparent peuvent être évitées au moyen de la désignation de contournement introduit par l'OCRCVM¹⁴. La désignation de contournement indique au marché que l'ordre acheminé ne doit pas être exécuté contre des ordres cachés. Cette désignation peut être utilisée même si on a recours à l'exception pour les ordres à traitement imposé dont il est question ci-dessous.

¹¹ Définition à l'article 1.1 du Règlement 23-101.

¹² Paragraphe 3 de l'article 5.1 de l'Instruction générale 21-101.

¹³ Article 1.1 du Règlement 23-101.

¹⁴ Voir l'Avis de l'OCRCVM relatif à l'intégrité du marché 2008-008, publié le 16 mai 2008.

iv) *Pleine profondeur du registre*

Le régime de protection des ordres maintiendra la norme actuellement prévue dans la règle des RUIM sur le meilleur cours et s'appliquera à tous les ordres visibles et à toutes les tranches visibles des ordres inscrits dans le registre, c'est-à-dire à la pleine profondeur du registre. Ainsi, le marché qui souhaite exécuter un ordre à un cours inférieur ou le participant au marché qui utilise un ordre à traitement imposé doit veiller à ce que tous les ordres protégés visibles ayant de meilleurs cours aient d'abord été 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 place financière (« tête du registre »)¹⁵.

Les membres du comité de mise en œuvre sont en désaccord sur la question de savoir si les ACVM devraient ou non adopter la protection de niveaux du registre qui ne seraient pas la pleine profondeur. Bien qu'ils s'entendent pour dire que la protection à la pleine profondeur du registre est plus complète et conforme aux principes des ACVM, les membres ne s'entendent pas sur la question de savoir si la protection accrue à la pleine profondeur du registre justifie les coûts supplémentaires. Pour pouvoir se pencher plus avant sur la question, le personnel des ACVM a adressé aux membres des questions précises sur les coûts associés à la protection à la pleine profondeur du registre par rapport à ceux associés à la protection à la tête du registre. Ces questions, accompagnées d'un résumé des réponses reçues, figurent à l'annexe D du présent avis.

Afin de déterminer si nous devons maintenir la protection à la pleine profondeur du registre ou protéger plutôt la tête du registre, nous avons examiné les renseignements fournis par le comité de mise en œuvre et ceux glanés tout au long de cette analyse. Nous avons plus particulièrement examiné les commentaires reçus dans le cadre de la consultation sur le document de discussion de 2005, l'avis conjoint et les projets de règlements de 2008, ainsi que les observations sur la protection à la pleine profondeur du registre et sur la protection à la tête du registre contenues dans les recommandations du comité de mise en œuvre, ainsi que les réponses aux questions adressées au comité de mise en œuvre (représentants de marchés, de courtiers, d'investisseurs institutionnels et de fournisseurs). Bien que nous prenions acte que certains membres du comité de mise en œuvre sont en faveur de l'adoption d'une règle de protection à la tête du registre, nous faisons observer ce qui suit :

- Un examen des commentaires reçus dans le cadre de la consultation sur le document de discussion de 2005 et en réponse à l'avis conjoint indique que la majorité des intervenants sont en faveur d'une règle de protection s'appliquant à tous les ordres visibles, quelle que soit leur position dans le registre. La majorité des personnes qui ont répondu à la consultation sur les projets de règlements de 2008 sont également en faveur d'une protection à la pleine profondeur, quoique certains expriment des avis divergents quant au nombre de niveaux du registre que devrait protéger le régime.
- Au sein du comité de mise en œuvre, il y a absence de consensus clair sur la question de savoir si nous devons maintenir la protection à la pleine profondeur du registre ou adopter la protection à la tête du registre.
- Parmi les réponses que le comité de mise en œuvre a données aux questions officielles des ACVM, la majorité indiquent que les frais supplémentaires qu'entraînerait la protection à la pleine profondeur du registre par rapport à la protection à la tête du registre sont peu élevés. En outre, il n'y a pas de consensus sur la question de savoir si les coûts augmenteraient en raison du temps de latence accru que causerait la protection à la pleine profondeur.

Les ACVM ont décidé de maintenir la protection à la pleine profondeur du registre. Nous sommes d'avis que ce mode de protection permet de remplir plus efficacement le grand objectif qu'est la confiance des investisseurs à l'égard de l'équité et de l'intégrité du

¹⁵ Regulation National Market System, article 242.611, Final Rule, Federal Register 124 (29 juin 2005), p. 37620 à 37632.

marché. Nous estimons qu'il est important pour les investisseurs, y compris les investisseurs individuels, de savoir que tout ordre saisi sur un marché sera exécuté avant un ordre ayant un cours inférieur. De plus, nous croyons que le remplacement du niveau de protection actuellement en vigueur au Canada par la protection à la tête du registre pourrait être perçu comme un amoindrissement de la protection des investisseurs.

Plusieurs membres du comité de mise en œuvre ont mentionné que, par rapport à la protection à la tête du registre, la protection à la pleine profondeur du registre pouvait entraîner l'augmentation des coûts en raison notamment de l'obligation de conserver un plus grand volume de données dans le but de démontrer la conformité au régime de protection des ordres. À l'heure actuelle, les ACVM ne s'attendent pas à ce qu'il y ait de grandes différences entre le fait de démontrer la conformité au régime de protection des ordres et le fait pour les courtiers de démontrer leur respect des obligations de meilleure exécution et d'obtention du meilleur cours. Nous travaillerons de concert avec l'OCRCVM à l'élaboration de nos attentes concernant l'information que devront conserver les marchés et les participants au marché qui choisissent d'utiliser les ordres à traitement imposé. Ces attentes seront exposées dans un avis du personnel.

v) *Disposition anti-échappatoire*

Nous avons inclus une disposition anti-échappatoire qui interdit à toute personne d'acheminer des ordres vers des marchés étrangers à la seule fin de contourner le régime de protection des ordres¹⁶ en vigueur au Canada. Dans son rapport, le comité de mise en œuvre recommande que l'application de toute disposition obligeant les participants à exécuter les ordres ayant un meilleur cours au Canada avant de les exécuter sur des marchés étrangers soit limitée aux opérations organisées au préalable visant un grand nombre de titres. L'OCRCVM publiera à cet égard, en même temps que le présent avis, des modifications devant être apportées aux RUM¹⁷.

Nous soulignons toutefois que, bien que le régime de protection des ordres ne les y oblige pas, les participants au marché doivent tenir compte des marchés étrangers pour remplir leur obligation de meilleure exécution.

b) *Transactions hors cours « autorisées »*

L'objectif général du régime de protection des ordres est de promouvoir la confiance dans le marché et l'équité d'un marché où la tranche visible des ordres à cours limité ayant un meilleur cours a préséance sur les ordres à cours inférieurs. Il faut toutefois reconnaître que la surveillance des transactions hors cours dans un contexte de marchés multiples a gagné en complexité, notamment en raison de l'apparition de nouveaux types d'ordres et de l'évolution de la structure des marchés au Canada.

En conséquence, nous précisons un certain nombre de circonstances dans lesquelles les transactions hors cours sont autorisées¹⁸. Ces transactions hors cours autorisées, ou exceptions, ont pour objectif premier d'établir une protection des ordres intermarchés effective 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. Le marché ou le participant au marché doit avoir adopté des politiques et des procédures énonçant les circonstances dans lesquelles il peut se prévaloir de ces exceptions et la façon dont il entend prouver qu'il peut s'en prévaloir.

i) *Panne, défaut de fonctionnement ou retard important touchant les systèmes, le matériel ou la capacité à transmettre des données de marché (exception pour difficultés techniques)*

¹⁶ Article 6.7 du Règlement 23-101.

¹⁷ Le 27 octobre 2008, l'OCRCVM a publié dans son Avis sur les règles 08-0163 une proposition conceptuelle concernant les conditions d'exécution des opérations sur un marché organisé réglementé étranger.

¹⁸ La liste des transactions hors cours autorisées figure à l'article 6.2 du Règlement 23-101.

Nous incluons une exception en cas de panne, de défaut de fonctionnement ou de retard important touchant les systèmes ou le matériel d'un marché ou la capacité d'un marché à transmettre des données de marché (« difficultés techniques »)¹⁹. Cette exception vise à procurer aux marchés et aux participants au marché la marge de manœuvre dont ils ont besoin lorsqu'ils traitent avec un 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 au marché, l'agence de traitement de l'information et les fournisseurs de services de réglementation²⁰.

Si un marché omet à plusieurs reprises de répondre immédiatement aux ordres reçus ou s'il y a des retards importants dans le temps de réponse, et que le marché ne diffuse aucun avis pour signaler ses difficultés techniques éventuelles, le marché qui lui achemine un ordre ou tout participant au marché peut se prévaloir du paragraphe *a* de l'article 6.2 ou du sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101, conformément aux politiques et aux procédures qu'il a adoptées pour réagir aux difficultés techniques. Cette exception procure la latitude nécessaire pour remédier aux problèmes potentiels que le temps de latence pourrait causer. En pareil cas, le marché ou le participant au marché doit aviser immédiatement le marché qui semble rencontrer des difficultés techniques, ses participants au marché (selon le cas), l'agence de traitement de l'information et les fournisseurs de services de réglementation. Cet avis signalera au marché qu'il est possible qu'il rencontre des difficultés techniques et l'aidera à déterminer si tel est le cas.

Au cours des prochains mois, nous prévoyons consulter des intervenants du secteur et examiner un certain nombre de questions liées à la mise en œuvre de l'exception pour difficultés techniques, notamment les paramètres de la procédure et du protocole de notification.

ii) Ordre à traitement imposé

Nous incluons une exception permettant à l'auteur d'un ordre d'informer un marché qu'à la réception d'un type d'ordre particulier, il pourra exécuter immédiatement l'ordre suivant le traitement précisé, sans égard aux ordres ayant un meilleur cours qui sont affichés par un autre marché²¹. Par ailleurs, nous avons remplacé le nom de ce type d'ordre, qui était auparavant « ordre de balayage intermarchés », par « ordre à traitement imposé »²². Nous avons aussi prévu une exception pour envoi simultané de plusieurs ordres à traitement imposé²³. Pour donner suite aux recommandations du comité de mise en œuvre, les modifications apportent des précisions au sujet des responsabilités des marchés et des participants au marché recourant aux ordres à traitement imposé. Un ordre peut être désigné comme un « ordre à traitement imposé » par un marché ou un participant au marché, désignation qui permet plusieurs traitements. Un ordre à traitement imposé peut donner au marché destinataire l'instruction d'exécuter l'ordre immédiatement et d'annuler toute tranche non exécutée de celui-ci, ou encore d'exécuter l'ordre immédiatement et d'inscrire au registre toute tranche non exécutée de celui-ci. En outre, un ordre à traitement imposé peut donner l'instruction d'inscrire l'ordre au registre en tant qu'ordre passif en attente d'exécution.

Afin d'éviter l'interaction avec la liquidité cachée, l'ordre à traitement imposé peut être assorti d'une désignation de contournement, au sens des RUIM de l'OCRCVM. Qu'un ordre à traitement imposé soit ou non assorti d'une telle désignation, son auteur doit le faire exécuter contre tous les ordres visibles ayant un meilleur cours avant de le faire exécuter à un cours inférieur. Si un ordre à traitement imposé non assorti d'une désignation de contournement interagit avec la liquidité cachée, il doit être exécuté contre tous les ordres visibles ayant un meilleur cours avant d'être exécuté contre les ordres à cours inférieur.

¹⁹ Paragraphe *a* de l'article 6.2 et sous-paragraphe *i* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

²⁰ Paragraphe 1 de l'article 6.3 de l'Instruction générale 23-101.

²¹ Paragraphe *b* de l'article 6.2 du Règlement 23-101.

²² Définition à l'article 1.1 du Règlement 23-101.

²³ Paragraphe *c* de l'article 6.2 et sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

La définition d'ordre à traitement imposé prévoit que plusieurs ordres à traitement imposé peuvent être acheminés simultanément pour exécution contre des ordres protégés. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul ordre à traitement imposé pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée. Un ordre à traitement imposé peut permettre aux participants d'exécuter des ordres visant des blocs importants de titres, à condition qu'ils en acheminent plusieurs simultanément pour exécution contre des ordres ayant un meilleurs cours. Cette exception vise à faciliter le respect de l'obligation de protection des ordres. Le participant au marché qui achemine un ordre à traitement imposé doit avoir adopté des politiques et des procédures énonçant les règles d'utilisation de ce type d'ordres et être en mesure de démontrer qu'il les respecte.

Le comité de mise en œuvre recommande que des précisions soient apportées aux obligations incombant aux participants au marché qui choisissent d'assumer la responsabilité du respect du régime de protection des ordres. Bien que cette attente soit déjà énoncée dans les dispositions réglementaires, nous avons, dans notre réponse à la demande du comité, précisé l'obligation à l'article 6.4 du Règlement 23-101; en effet, cet article oblige tout participant au marché, avant de recourir aux ordres à traitement imposé, à établir, à maintenir et à faire respecter des politiques et des procédures écrites raisonnablement conçues pour empêcher les transactions hors cours.

iii) Exception pour fluctuation des marchés

Avec l'émergence des systèmes de négociation électronique, l'évolution des conditions du marché s'accélère au rythme des percées technologiques. Ces dernières années, le nombre d'ordres saisis pour chaque opération exécutée a monté en flèche, ce qui signifie que, souvent, la fluctuation du cours d'un titre est plus rapide que le temps de réponse du négociateur. C'est pourquoi nous proposons d'autoriser les transactions hors cours qui se produisent lorsque le marché affichant le meilleur cours qui a été contourné avait affiché, immédiatement avant l'opération, un ordre à un cours égal ou inférieur à celui de la transaction hors cours²⁴. Cette exception vise à alléger les pressions qu'occasionne l'évolution rapide des marchés.

Le comité de mise en œuvre a recommandé l'adoption d'une exception rétrospective, qui permettrait aux marchés de saisir une opération organisée au préalable dont le cours est en dehors de la fourchette entre le meilleur cours acheteur et « meilleur cours acheteur et vendeur national » (« NBBO ») au moment de la saisie, à condition que : a) le cours se situait dans cette fourchette au moment où l'opération a été conclue et b) l'opération soit saisie par le marché dans les 10 secondes suivant le moment où les parties ont convenu de l'opération.

Pour faire suite à cette recommandation, les ACVM ont précisé que l'exception pour fluctuation des marchés²⁵ répond à la préoccupation du comité de mise en œuvre au sujet de la latence associée à l'exécution manuelle des opérations.

L'exception pour fluctuation des marchés permet l'exécution d'un ordre sur un marché dans les limites de la meilleure offre d'achat ou de vente sur ce marché, mais en dehors des limites de la meilleure offre d'achat ou de vente affichée sur l'ensemble des marchés. Il est ainsi possible de conclure une transaction hors cours si, au moment de la transmission de l'ordre, le cours saisi se situait dans les limites de la meilleure offre d'achat ou de vente sur un marché, mais que, pendant le délai d'exécution de l'ordre, la meilleure offre d'achat ou de vente a fluctué sur l'ensemble des marchés. L'exception permet également l'exécution d'une transaction convenue hors marché (après vérification que le prix négocié se situe dans les limites de la meilleure offre d'achat ou de vente sur l'ensemble des marchés) lorsque la meilleure offre d'achat ou de vente affichée sur un autre marché a fluctué avant que la transaction ait été exécutée (c.-à-d. saisie) sur le marché.

Au Canada, les ordres portant sur des titres cotés ne peuvent être exécutés hors marché qu'à de très rares occasions, qui sont décrites à l'article 6.4 des RUIM²⁶. Les

²⁴ Paragraphe *d* de l'article 6.2 et sous-paragraphe *ii* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

²⁵ Anciennement appelée exception pour la « cotation oscillante ».

transactions négociées qui sont exécutées hors marché ne sont pas considérées comme exécutées tant qu'elles n'ont pas été saisies sur un marché. En outre, l'exception pour fluctuation des marchés facilitera la saisie des transactions manuelles après qu'elles ont été convenues dans le contexte du marché, mais ces transactions peuvent être exécutées hors marché dès lors qu'elles sont saisies sur un marché.

L'exception ne vise pas à changer les pratiques de négociation au Canada et à permettre la négociation et la déclaration des opérations hors marché. Les ordres appariés ne sont considérés comme exécutés que s'ils ont été exécutés dans le contexte du marché sur lequel l'ordre est saisi.

iv) Ordres non standards

Nous avons inscrit les ordres non standards 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 coté²⁷. Toutefois, aucun participant au marché ne saurait ajouter de condition de règlement particulière à un ordre à la seule fin d'en faire un ordre non standard qui donne droit à une exception prévue par le régime de protection des ordres.

v) Ordres à cours calculé

Nous incluons une exception pour les ordres dont le cours n'est pas connu au moment où ils sont saisis et n'est pas fondé, directement ou indirectement, sur le cours affiché du titre au moment où l'engagement d'exécuter l'ordre a été pris²⁸. Nous faisons observer que le libellé des projets de règlements de 2008 a été modifié afin de mieux décrire ce type d'ordre. 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 au premier cours, dont le cours est le cours d'ouverture déterminé 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 au cours moyen pondéré en fonction du volume, dont le cours est fixé selon une formule qui mesure le cours moyen pondéré sur un ou plusieurs marchés;
- l'ordre de base, dont le cours est fonction des cours auxquels une ou plusieurs opérations sur dérivés ont été effectuées sur un marché; ce type d'ordre doit être approuvé par un fournisseur de services de réglementation, ou encore par une bourse surveillant la conduite de ses membres ou un système de cotation et de déclaration d'opérations surveillant celle de ses utilisateurs²⁹.

vi) Ordres au cours de clôture

Nous incluons une exception pour les ordres d'achat ou de vente d'un titre coté qui sont saisis sur un marché et qui sont exécutés au cours de clôture du titre sur ce marché une

²⁶ Une opération peut être exécutée hors marché dans les cas suivants : elle vise un titre non inscrit ou non coté en bourse, elle fait l'objet d'une dispense réglementaire, elle vise à corriger une erreur, elle est exécutée sur un marché organisé réglementé étranger, elle est exécutée hors du Canada et conformément aux obligations de déclaration applicables, elle résulte de l'application de certaines modalités se rattachant au titre, elle résulte de l'exercice d'une option, d'un droit, d'un bon de souscription ou d'une entente contractuelle semblable existante, elle est effectuée dans le cadre d'un placement par prospectus ou d'un placement dispensé, ou elle vise un titre inscrit faisant l'objet d'une interruption, d'un retard ou d'une suspension.

²⁷ Sous-paragraphes *i* du paragraphe *e* de l'article 6.2 et disposition A du sous-paragraphes *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

²⁸ Sous-paragraphes *ii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 et disposition B du sous-paragraphes *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

²⁹ Article 1.1.3 de l'Instruction générale 23-101.

fois qu'il a été établi³⁰. 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 avons donc inclus une exception pour les transactions hors cours découlant de l'exécution de ces opérations pour qu'il ne soit pas nécessaire de les confronter aux ordres ayant un meilleur cours sur d'autres marchés.

vii) Marchés croisés

Nous incluons 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)³¹. Sans cette exception, il serait impossible d'exécuter des transactions 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 des ordres ne s'applique qu'aux ordres ou tranches d'ordres affichés et non aux ordres cachés ou en réserve. Quiconque croiserait intentionnellement le marché pour tirer avantage de cette exception commettrait une infraction à l'article 6.5 du Règlement 23-101.

c) Accès équitable aux marchés

Nous avons apporté des modifications à l'Instruction générale 21-101 dans le but d'améliorer les dispositions du règlement sur l'accès équitable³². Plutôt que de fixer un seuil à partir duquel les SNP doivent donner accès à tous les participants au marché, les dispositions obligent les marchés à fournir un accès équitable à tous leurs services relatifs à la saisie des ordres, à leur exécution, à leur acheminement et aux données s'y rapportant, de même qu'à la négociation des titres. En outre, les marchés devraient donner un accès équitable à leurs services afin de se conformer à l'obligation de protection des ordres.

En ce qui concerne les non-membres et les non-adhérents, nous sommes d'avis qu'un marché ne devrait pas être tenu de leur fournir un accès direct. Il incombera aux marchés de déterminer la meilleure façon de respecter leur obligation de protection des ordres. Dans les projets de règlements de 2008, nous avons demandé des commentaires sur les différentes options qui s'offrent aux marchés pour acheminer les ordres vers d'autres marchés. Certains proposent de créer un lien direct entre les marchés, par l'intermédiaire d'un courtier appartenant à chaque marché qui deviendrait membre ou adhérent de chacun des autres marchés affichant des ordres protégés. D'autres intervenants proposent notamment que les SNP soient autorisés à acheminer des ordres vers une bourse sans être tenus de devenir une organisation participante de cette bourse, à utiliser un mécanisme interne ou le mécanisme d'une personne reliée pour l'acheminement intelligent des ordres, à utiliser sous licence le mécanisme d'un tiers indépendant pour l'acheminement intelligent des ordres, à améliorer le cours d'un ordre à un niveau non problématique ou à rejeter un ordre potentiellement problématique. Au cours des prochains mois, nous comptons consulter des intervenants du secteur au sujet d'autres questions relatives à l'accès.

d) Plafonnement des frais de négociation

Dans les projets de règlements de 2008, nous avons proposé une démarche fondée sur des principes en matière de plafonnement des frais de négociation. Nous avons demandé si les ACVM devraient plafonner les frais d'accès aux ordres afin que soit respectée l'obligation de protection des ordres et, le cas échéant, quel devrait être ce plafond. Les avis des intervenants sont partagés. Plusieurs sont d'avis qu'un plafond devrait être fixé, mais on ne s'entend pas sur le montant du plafond. D'autres estiment que les frais ne devraient pas être plafonnés et que la concurrence des marchés réglerait cette question. Nous soulignons que les frais de négociation sont définis comme suit : « frais qu'un marché exige pour l'exécution d'une opération sur ce marché »³³. Ils comprennent les frais pouvant être exigés pour l'accès à un ordre, mais non les droits exigés pour l'acheminement ou pour la diffusion de données.

³⁰ Sous-paragraphe *iii* du paragraphe *e* de l'article 6.2 et disposition C du sous-paragraphe *iv* du paragraphe *a* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

³¹ Paragraphes *f* de l'article 6.2 et *v* de l'article 6.4 du Règlement 23-101.

³² Articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale 21-101.

³³ Article 1.1 du Règlement 21-101.

Dans son rapport, le comité de mise en œuvre arrive à la conclusion qu'il est souhaitable d'inclure le plafonnement des frais de négociation dans le régime proposé. Bien que ses membres ne s'entendent pas sur la détermination du plafond, le comité de mise en œuvre a recommandé aux ACVM d'évaluer la possibilité d'adopter le barème utilisé aux États-Unis, lequel a établi un plafond fixe pour les actions qui se négocient à un cours supérieur à 1 \$ et un plafond sous forme de pourcentage maximal de la valeur de l'opération pour les actions qui se négocient à un cours inférieur à 1 \$.

Les ACVM ont examiné attentivement la possibilité d'abandonner leur approche fondée sur des principes au profit d'un plafond déterminé aux frais de négociation. Dans le cadre de l'examen du plafonnement des frais, les problèmes suivants ont été soulevés.

- Si le plafond pour les frais de négociation est un montant fixe par action, les frais exigés représenteront un plus grand pourcentage de la valeur de l'opération dans le cas d'actions dont le cours est peu élevé que dans le cas d'actions dont le cours est élevé.
- Le fait d'imposer des frais en cents par action ou en pourcentage de la valeur de l'opération pourrait limiter la capacité des marchés à innover en matière de barèmes de droits.
- Le marché canadien comporte une plus forte proportion d'actions qui se négocient à moins de 1 \$ que les États-Unis et le fait d'appliquer tout simplement le barème de droits qui est en vigueur aux États-Unis pourrait avoir des incidences imprévues. Par exemple, l'imposition d'un plafond de frais en fonction d'un pourcentage de la valeur de l'opération pourrait agir défavorablement sur la viabilité des marchés canadiens des petits émetteurs.

En conséquence, les ACVM ont décidé de conserver leur démarche fondée sur des principes et de ne pas plafonner les frais de négociation. Afin d'empêcher les marchés d'augmenter leurs frais pour tirer parti du régime de protection des ordres et de régler certaines questions soulevées par le comité de mise en œuvre, nous adopterons, en ce qui concerne les frais, l'approche à trois volets exposée ci-dessous.

a) Disposition proposée : Le régime de protection des ordres interdit à un marché d'imposer, pour l'exécution d'un ordre, des conditions qui entraîneraient une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché et les ordres saisis sur ce marché³⁴.

b) Obligations actuellement en vigueur : À l'heure actuelle, les articles 5.1 et 6.13 du Règlement 21-101 exigent que les marchés n'interdisent pas indûment à une personne l'accès à leurs services ni ne leur imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès. Cela s'étend à l'imposition de droits ou d'un barème de droits posant des limites ou des conditions indues à l'accès. Le marché devrait évaluer si de telles barrières existent selon divers facteurs, notamment les suivants :

- la valeur du titre négocié;
- le rapport entre le montant des droits exigés et la valeur du titre négocié;
- le montant des droits exigés par les autres marchés;
- s'agissant des droits relatifs aux données de marché, le rapport entre le montant des droits exigés et la part de marché du marché concerné.

Le comité de mise en œuvre a exprimé la crainte que l'interdiction pour les marchés d'exiger des frais de négociation égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation, au sens des RUM, ne donne à entendre que les frais de négociation sont raisonnables dès lors qu'ils sont inférieurs à l'échelon. Or, l'interdiction n'a pas pour objet de fixer les frais exigés par les marchés, mais de préserver l'intégrité du régime de protection des ordres. C'est pourquoi, afin d'assurer l'atteinte des objectifs réglementaires du régime, nous avons

³⁴ Article 10.2 du Règlement 21-101.

ajouté, dans l'Instruction générale 21-101³⁵, un cinquième facteur sur lequel les marchés doivent juger si les droits qu'ils exigent interdisent indûment l'accès à leurs services ou imposent indûment des conditions ou des limites à l'accès. Nous avons également réaffirmé dans l'Instruction générale 21-101 que des frais de négociation égaux ou supérieurs à l'échelon de cotation minimal, au sens des RUIM, imposeraient indûment des conditions ou des limites à l'accès aux services du marché concerné, car ils seraient incompatibles avec les objectifs réglementaires de la protection des ordres.

c) Lettre adressée aux marchés. Afin de nous assurer que les droits actuellement exigés par les marchés canadiens n'imposent pas indûment de conditions ou de limites à l'accès à leurs services, nous demanderons à tous les marchés d'expliquer et de justifier leur barème de droits actuel et, dorénavant et avant sa mise en œuvre, toute modification qui sera apportée à celui-ci, pour démontrer qu'ils se conforment au Règlement 21-101.

e) *Marchés figés et marchés 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 affichée à un cours identique à celui d'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 auraient été appariées et une opération aurait été exécutée. Il existe deux façons de débloquent un marché figé :

- habituellement, 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 le marché figé retire son ordre et le passe sur un autre marché en vue d'une exécution immédiate.

Par ailleurs, il se produit un « marché croisé » lorsque l'offre d'achat (de vente) d'un participant sur un marché est supérieure (inférieure) à l'offre de vente (d'achat) 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.

Bien qu'il soit admis chez les participants au marché que les marchés croisés intentionnellement devraient être interdits, certains avancent que les marchés figés sont théoriquement les plus efficaces de tous, car ils éliminent l'écart entre les cours acheteurs et vendeurs. D'autres soutiennent que les marchés figés créent de la confusion du fait que les participants au marché, notamment les investisseurs, ne comprennent pas pourquoi un ordre affiché n'est pas exécuté alors qu'un ordre inverse est affiché au même cours sur un autre marché. Une telle confusion peut influencer sur la perception qu'ils ont de l'efficacité et de l'équité du marché canadien et, partant, diminuer leur niveau de confiance et décourager leur participation. De plus, si le négociateur agit comme mandataire d'un client, il pourrait, en figeant le marché au lieu d'exécuter l'ordre, se trouver à manquer à ses obligations de meilleure exécution.

Nous sommes d'avis que les marchés figés ou croisés intentionnellement peuvent nuire à l'efficacité du marché, donner une apparence de manque d'intégrité du marché et créer de la confusion chez les investisseurs. Nous estimons qu'un ordre devrait être exécuté du moment que le participant accepte le cours auquel il est affiché. Qui plus est, l'interdiction pourrait accroître les interactions entre acheteurs et vendeurs et favoriser l'utilisation des ordres à cours limité (en procurant une certaine protection au premier ordre affiché).

L'article 6.5 du Règlement 23-101 interdit aux participants au marché de figer ou de croiser le marché intentionnellement en saisissant un ordre protégé afin d'acheter un titre à un cours égal ou supérieur à la meilleure offre de vente protégée ou en saisissant un ordre protégé afin de vendre un titre 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

³⁵ Sous-paragraphe e du paragraphe 4 des articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale 21-101.

figer ou croiser intentionnellement un marché donné ou l'ensemble du marché. Il ne vise pas à interdire les ordres à cours limité négociables. Comme l'indique le sous-paragraphe vii) du paragraphe b) de l'article 4) du présent avis, une exception est prévue dans le régime de protection des ordres 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.

Il est entendu qu'un participant au marché fige intentionnellement un marché s'il saisit un ordre sur un marché en particulier afin d'éviter d'acquitter les droits exigés par un marché ou de profiter d'un rabais offert par un marché. En outre, les ACVM considéreront tout ordre désigné comme ordre à traitement imposé ou toute tranche inexécutée d'un ordre à traitement imposé qui est inscrite dans le registre et qui fige ou croise le marché comme une opération visant à fixer ou à croiser intentionnellement le marché et, partant, comme une infraction au Règlement 23-101.

Les ACVM reconnaissent qu'un marché figé ou croisé peut se produire accidentellement, notamment dans les circonstances suivantes :

- le traitement de multiples ordres à traitement imposé acheminés vers divers marchés par un participant au marché a occasionné un temps de latence;
- un des marchés affichant un ordre engagé dans le marché figé ou croisé subissait une panne, un défaut de fonctionnement ou un retard important touchant ses systèmes, son matériel ou sa capacité à diffuser les données de marché;
- l'ordre qui fige ou croise le marché a été saisi à un moment où le marché était déjà figé ou croisé;
- un ordre a été affiché après que la totalité de la liquidité affichée a été exécutée et un ordre en réserve a généré une nouvelle offre d'achat visible supérieure à l'offre de vente affichée ou une nouvelle offre de vente inférieure à l'offre d'achat affichée³⁶.

IV. Modifications supplémentaires

Parallèlement au régime de protection des ordres, nous avons apporté d'autres modifications au Règlement 21-101 et au Règlement 23-101.

1. Les systèmes des marchés

Plusieurs modifications ont été apportées aux 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. Certaines modifications ont aussi été apportées en réponse à des préoccupations soulevées au sujet des normes applicables aux marchés.

La partie 12 du Règlement 21-101 oblige les marchés à tenir compte de certains aspects liés à la gestion de la capacité, au développement et aux tests des systèmes, à la vulnérabilité des systèmes et à la continuité de service. Les modifications qui ont été apportées obligent également les marchés à développer et à maintenir un système de contrôle interne, concept plus global et intégrant. L'examen indépendant annuel des systèmes a pour objet de garantir la conformité sur ces points.

Nous avons supprimé le seuil à partir duquel un SNP est dispensé de l'examen indépendant de ses systèmes. Dorénavant, tout SNP est tenu d'engager chaque année une personne compétente qui doit effectuer un examen indépendant de ses systèmes et établir un rapport conformément au paragraphe 1) de l'article 12.2 du Règlement. L'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières peut envisager d'accorder à un marché une

³⁶ Paragraphe 2 de l'article 6.4 de l'Instruction générale 23-101.

dispense de cette obligation. Une dispense peut être accordée si le marché établit une auto-évaluation de son système de contrôle et qu'il la dépose auprès de l'agent responsable. Avant de décider d'accorder une telle dispense, l'agent responsable ou l'autorité en valeurs mobilières tiendra compte de plusieurs facteurs propres au marché, notamment sa part de marché, la date du dernier examen indépendant de ses systèmes et les modifications apportées à ses systèmes ou à son personnel³⁷.

Des modifications ont aussi été apportées aux règles qui obligent les marchés à mettre à la disposition du public leurs prescriptions techniques relatives à l'interfaçage avec leurs systèmes ou à l'accès à ceux-ci, et à permettre l'accès à des installations d'essais. Avant sa mise en activité, tout nouveau marché doit mettre à la disposition du public ces prescriptions pendant au moins trois mois et permettre l'accès à des installations d'essais pendant au moins deux mois. Le marché qui est déjà en activité doit mettre à la disposition du public toutes les modifications importantes apportées à ces prescriptions pendant trois mois et permettre l'accès à des installations d'essais de ces systèmes pendant deux mois³⁸. En réponse aux commentaires des intervenants, nous avons laissé de la latitude pour permettre à un marché d'apporter immédiatement des modifications à ses prescriptions techniques dans le but de remédier à une panne, à un défaut de fonctionnement ou à un retard important touchant ses systèmes ou son matériel, à condition qu'il avise immédiatement l'agent responsable et son fournisseur de services de réglementation de son intention d'apporter de telles modifications et qu'il mette à la disposition du public les prescriptions techniques modifiées dès que possible³⁹.

3. La transparence

Nous avons apporté des modifications aux parties 9 et 10 de l'Instruction générale 21-101 pour clarifier l'obligation, prévue aux articles 7.1, 7.2, 8.1 et 8.2 du Règlement 21-101, 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. Cette information ne doit pas être mise à la disposition d'autres personnes plus rapidement qu'elle n'est fournie à l'agence de traitement de l'information ou au fournisseur d'information.

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

Nous avons apporté des modifications à l'article 14.5 du Règlement 21-101 et à la partie 16 de l'Instruction générale 21-101 en ce qui concerne les exigences technologiques et les obligations qui incombent à l'agence de traitement de l'information. À cet égard, l'agence de traitement de l'information a des obligations qui sont similaires à celles des marchés, notamment l'aptitude à évaluer la gestion de la capacité, le développement et les tests des systèmes, la vulnérabilité des systèmes et la continuité des activités⁴⁰.

En vertu du Règlement 21-101, l'agence de traitement de l'information est tenue d'assurer la collecte, le traitement et la diffusion des informations sur les ordres et sur les opérations sur titres d'une manière rapide, exacte et loyale. Les ACVM s'attendent à ce que, lorsqu'elle remplit cette obligation, l'agence de traitement de l'information fasse en sorte que tous les marchés, intermédiaires entre courtiers sur obligations et courtiers aient accès à elle à des conditions équitables et raisonnables. Les ACVM s'attendent également à ce que l'agence de traitement de l'information n'accorde aucun privilège à ceux qui fournissent ou reçoivent de l'information. L'agence de traitement de l'information ne doit pas fournir l'information à une personne ou à un groupe de personnes plus rapidement qu'à d'autres⁴¹.

³⁷ Paragraphe 4 de l'article 14.1 de l'Instruction générale 21-101.

³⁸ Paragraphes 1 et 2 de l'article 12.3 du Règlement 21-101.

³⁹ Paragraphe 4 de l'article 12.3 du Règlement 21-101.

⁴⁰ Article 14.5 du Règlement 21-101.

⁴¹ Paragraphe 3 de l'article 16.1 de l'Instruction générale 21-101.

En date du 1^{er} juillet 2009, TSX Inc. est l'agence de traitement de l'information pour les titres de participation canadiens. CanPX est l'agence de traitement de l'information pour les titres d'emprunt privés.

5. Modifications apportées aux articles 7.2, 7.4 et 8.3 du Règlement 23-101 – Entente entre le marché et un fournisseur de services de réglementation

En raison de la multiplication des marchés au Canada, nous avons apporté des modifications afin d'assurer que l'information provenant de tous les marchés soit transmise à un fournisseur de services de réglementation de manière à lui permettre d'assurer efficacement la surveillance de l'ensemble des marchés. Le paragraphe *c* des articles 7.2 et 7.4 et le paragraphe *d* de l'article 8.3 exigent que l'entente entre le fournisseur de services de réglementation et le marché stipule que ce dernier doit transmettre toute l'information qui est raisonnablement nécessaire au fournisseur de services de réglementation pour surveiller efficacement la conduite et les activités de négociation des participants au marché sur l'ensemble des marchés et la conduite des marchés, le cas échéant. 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 pour veiller à ce que les marchés placés sous sa surveillance respectent uniformément certaines normes et obligations, lesquelles devraient porter au moins sur la synchronisation des horloges, l'utilisation des désignations, des symboles et des désignations précises, les obligations relatives à la protection des ordres, ainsi que les obligations relatives à la piste de vérification⁴².

V. Période de mise en œuvre

Les modifications, à l'exception de celles ayant trait au régime de protection des ordres, entreront en vigueur le 28 janvier 2010. Les modifications ayant trait au régime de protection des ordres (partie 6 du Règlement 23-101, partie 6 de l'Instruction générale 23-101 et définitions pertinentes) entreront en vigueur le 1^{er} février 2011. L'écart entre ces dates est attribuable à la période de transition dont les marchés et les participants au marché ont besoin pour se préparer à mettre en œuvre le régime de protection des ordres. Nous prévoyons fournir d'autres précisions sur la mise en œuvre dans un avis distinct qui sera publié prochainement.

VI. Questions

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

Élaine Lanouette
Autorité des marchés financiers
514-395-0337, poste 4356

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

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

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

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

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

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819

⁴² Article 7.5 de l'Instruction générale 23-101.

Annexe A

Mise en œuvre ou prise des règlements de modification

Les règlements de modification seront mis en œuvre de la manière suivante :

- sous forme de règlements en Alberta, en Colombie-Britannique, à l'Île-du-Prince-Édouard, au Manitoba, au Nouveau-Brunswick, en Nouvelle-Écosse, en Ontario et à Terre-Neuve-et-Labrador;
- sous forme de règlements au Nunavut, au Québec, dans les Territoires du Nord-Ouest et au Yukon;
- sous forme de règlements de la commission en Saskatchewan.

Les modifications des instructions générales seront établies sous forme d'instructions générales dans tous les territoires membres des ACVM.

En Ontario, les règlements de modification et les autres documents exigés ont été remis au ministre des Finances le 13 novembre 2009. Le ministre peut approuver ou refuser les règlements de modification, ou encore les retourner pour réexamen. Si le ministre approuve les règlements de modification (ou ne prend pas d'autres mesures), ceux-ci entreront en vigueur le 28 janvier 2010.

Au Québec, les règlements de modification sont pris en vertu de l'article 331.1 de la *Loi sur les valeurs mobilières* et doivent être approuvés, avec ou sans modification, par le ministre des Finances. Les règlements de modification entreront en vigueur à la date de leur publication dans la *Gazette officielle du Québec* ou à toute date ultérieure qu'ils indiquent. Ils sont également publiés au Bulletin de l'Autorité des marchés financiers.

En Colombie-Britannique, la mise en œuvre des règlements de modification est subordonnée à l'approbation du ministre compétent. Sous réserve des approbations nécessaires, la Colombie-Britannique prévoit que le Règlement entrera en vigueur le 28 janvier 2010.

Annexe B

Résumé des commentaires du public sur le projet de modification du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché (le « Règlement 21-101 ») et du Règlement 23-101 sur les règles de négociation (le « Règlement 23-101 »)	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponses des ACVM</i>
<p>Nécessité de la protection des ordres</p> <p>De nombreux intervenants déclarent croire à l'importance d'une obligation de protection des ordres.</p> <p>Cependant, un intervenant n'estime pas que l'obligation de protection des ordres soit nécessaire, étant donné les avancées en matière de systèmes d'accès direct au marché et de systèmes intelligents d'acheminement des ordres, l'amélioration des produits d'analyse du coût des opérations et les autres innovations technologiques sur le marché.</p> <p>Étendue de la protection des ordres</p> <p>Quelques intervenants expriment une opinion sur l'étendue de l'obligation de protection.</p> <p>Deux intervenants sont en faveur d'une protection contre les transactions hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre.</p> <p>L'un d'eux ajoute que les technologies actuelles réduisent la complexité de l'obligation de protection à la pleine profondeur et déclare que l'obligation devrait demeurer telle quelle, à moins que l'analyse des données générées à ce jour ne prouve que cela constitue un désavantage.</p> <p>Un intervenant indique que la protection à la pleine profondeur du registre ne serait ni substantielle ni utile et qu'elle entraînerait une latence considérable pour les systèmes des marchés. Il estime que le niveau de protection approprié contre les transactions hors cours devrait être limité à cinq cours. Un autre intervenant recommande de n'appliquer la protection contre les transactions hors cours qu'à la tête du registre dans un premier temps, puis d'élargir la portée de l'obligation par la suite. Un autre propose de protéger plus que la tête du registre sans aller jusqu'à la pleine profondeur.</p> <p>Certains intervenants ont des craintes à propos des coûts de mise en œuvre d'une obligation s'étendant à la pleine profondeur du registre.</p>	<p><i>Nous sommes d'avis que la protection des ordres 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 traditionnelles en la matière. Les progrès technologiques ne concourent pas à l'atteinte de ces importants objectifs réglementaires.</i></p> <p><i>Comme nous l'indiquons dans l'avis de publication des modifications au Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et au Règlement 23-101 sur les règles de négociation (« l'avis »), après examen et analyse des observations ainsi que des renseignements et des recommandations du Comité de mise en œuvre (pour plus de détails, voir la partie II de l'avis), nous avons décidé de maintenir la protection à la pleine profondeur du registre. Selon nous, il importe que les investisseurs sachent que les ordres qu'ils saisissent sur les marchés seront exécutés avant les ordres dotés de cours inférieurs.</i></p>

<p>Frais et droits</p> <p>Un intervenant propose d'élargir le régime des frais de négociation en régime de « frais d'accès » qui limite les frais qu'un marché peut facturer à d'autres marchés et fournisseurs de systèmes intelligents d'acheminement des ordres pour les « données sur les ordres protégés » affichées qu'ils sont tenus d'utiliser pour respecter leurs obligations de protection des ordres.</p> <p>Certains intervenants demandent deux clarifications en ce qui concerne les droits : 1) que les marchés ne sont pas limités en ce qui concerne la fixation des droits applicables aux ordres non protégés ou aux types d'ordres spéciaux qui ne sont pas exécutés strictement pour respecter l'interdiction de transactions hors cours, comme les ordres de référence, lorsque le participant au marché choisit d'utiliser ces types d'ordres; 2) que les marchés ne peuvent établir de distinction fondée sur le marché d'origine et que l'imposition de conditions différentes aux ordres en fonction du marché d'origine ne devrait pas non plus être permise.</p> <p>Ordres protégés</p> <p>Selon un intervenant, il faut limiter les définitions proposées d'« offre d'achat protégée » et d'« offre de vente protégée » aux ordres à fournir à une agence de traitement de l'information ou à un fournisseur d'information. Il propose de dire ce qui suit : « de l'information la concernant <u>doit être</u> fournie conformément à la partie 7 du Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché à une agence de traitement de l'information [...] ».</p> <p>Application</p> <p>Plusieurs intervenants nous demandent de préciser comment l'obligation de protection sera supervisée et appliquée. Un intervenant nous demande également de prévoir des amendes ou d'autres pénalités substantielles.</p> <p>Mise en œuvre de l'obligation de protection des ordres</p> <p>Un intervenant note expressément que les ACVM devraient établir si le secteur est en mesure actuellement de respecter les obligations proposées et, dans le cas contraire, si un délai supplémentaire pour élaborer les outils appropriés pourrait remédier à leur</p>	<p><i>Nous avons supprimé l'obligation de limiter les frais de négociation mais ajouté des indications aux articles 7.1 et 8.2 de l'Instruction générale 21-101 pour mieux expliquer certains facteurs sur lesquels les autorités en valeurs mobilières du Canada peuvent juger si les droits exigés par un marché limitent indûment l'accès à ses services.</i></p> <p><i>Nous notons également qu'il est interdit à tout marché d'imposer des conditions entraînant une discrimination entre les ordres acheminés à ce marché pour empêcher les transactions hors cours et les ordres créés sur ce marché, conformément à l'article 10.2 du Règlement 21-101.</i></p> <p><i>Nous sommes d'accord et avons apporté la modification proposée.</i></p> <p><i>Nous fournirons d'autres informations sur la surveillance et l'application de l'obligation de protection dans un avis subséquent, avant la mise en œuvre du régime de protection des ordres.</i></p> <p><i>Nous avons consulté le secteur sur ce point et prévoyons fournir bientôt un calendrier de mise en œuvre plus détaillé.</i></p>
--	---

<p>incapacité à se conformer. Il ajoute que la mise en œuvre doit être souple pour tenir compte des divers intérêts et niveaux de perfectionnement.</p> <p>Marchés figés et croisés</p> <p>Un intervenant indique qu'en l'absence d'interdiction de créer intentionnellement des marchés figés ou croisés, les marchés auront des difficultés à mettre en œuvre des systèmes pour se conformer aux obligations de protection des ordres.</p> <p>Voici certaines des solutions proposées par les intervenants : 1) les marchés devraient automatiquement modifier le cours des ordres pour les empêcher de figer ou de croiser un autre marché et 2) il faudrait utiliser une agence de traitement de l'information désignée pour remédier aux marchés figés et croisés ou en réduire l'incidence.</p> <p>Heures de négociation</p> <p>Certains intervenants indiquent que la protection des ordres ne devrait être exigée que durant la séance de bourse, et un intervenant propose expressément que la protection contre les transactions hors cours soit exigée : 1) soit durant la séance, de 9 h 30 à 16 h, ou 2) pendant toute période au cours de laquelle plusieurs marchés transparents sont ouverts pour négociation en continu.</p> <p>Obligations relatives aux systèmes technologiques</p> <p>Les avis étaient partagés au sujet des obligations proposées en matière de systèmes technologiques.</p> <p>Selon un intervenant, le niveau de détail proposé est utile de manière générale. Un autre appuie l'obligation proposée, pour les systèmes de négociation parallèle (SNP), de faire effectuer annuellement un examen indépendant des systèmes.</p> <p>Un intervenant propose que l'on prescrive des normes en matière de reprise après sinistre et que les ACVM envisagent d'imposer aux marchés des normes minimales à respecter s'ils rencontrent des problèmes techniques, en dehors des situations d'urgence. Il avance qu'un plan de reprise après sinistre « raisonnable » ne suffit pas et que des normes plus détaillées sont nécessaires pour faire face aux incidents qui entraînent des pannes de</p>	<p><i>Nous convenons qu'il faudrait interdire les ordres passés intentionnellement pour figer ou croiser le marché et avons prévu cette interdiction à l'article 6.5 du Règlement 23-101.</i></p> <p><i>Nous sommes d'avis que l'obligation de protection des ordres s'applique lorsque au moins deux marchés affichant des ordres protégés sont ouverts. Cependant, en vertu du paragraphe e de l'article 6.2 du Règlement 23-101, aucun marché n'est tenu de prendre des mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours lors des négociations après-séance au cours établi par ce marché pendant la séance.</i></p> <p><i>Nous sommes d'avis que les obligations proposées en matière de systèmes technologiques sont nécessaires et importantes pour mettre à niveau les obligations existantes et mieux tenir compte des pratiques actuelles.</i></p> <p><i>Concernant la proposition de fixer des normes en matière de reprise après sinistre, nous consulterons le secteur à propos d'un protocole plus détaillé à suivre lorsque les marchés rencontrent des problèmes techniques dans le contexte de l'exception pour problèmes techniques.</i></p> <p><i>Quant à la proposition d'ajouter une exception pour permettre aux marchés d'accélérer les changements importants des prescriptions techniques jugés nécessaires, nous sommes d'accord et avons modifié en conséquence le paragraphe 4 de l'article 12.3</i></p>
---	--

<p>ystème.</p> <p>Un autre intervenant affirme que les SNP devraient publier une description complète de leur méthode de répartition de l'exécution des ordres pour que les marchés qui leur acheminent des ordres puissent adapter leur logique d'acheminement de manière à s'acquitter de l'obligation de protection contre les transactions hors cours le plus efficacement possible.</p> <p>Deux intervenants estiment que les obligations proposées sont trop normatives et lourdes. L'un d'eux propose que leur portée soit fonction de la complexité des activités et du fait que d'autres utilisent le système.</p> <p>En ce qui concerne les délais proposés pour les avis et les tests, un intervenant souligne qu'il ne faudrait pas les prescrire mais préciser qu'ils dépendent de ce qui est raisonnable ou approprié dans les circonstances, tandis qu'un autre propose de les raccourcir de 60 à 30 jours et conseille de prévoir une exception pour permettre aux marchés d'accélérer les changements importants des prescriptions techniques qu'ils jugent nécessaires dans les circonstances.</p> <p>Ordres « exécuter sinon annuler »</p> <p>Deux commentaires ont été formulés au sujet des ordres « exécuter sinon annuler ». Un intervenant fait remarquer qu'en anglais, les expressions « <i>fill-or-kill</i> » et « <i>fill-and-kill</i> » sont employées indifféremment et ont un sens différent selon le territoire. Il propose d'inclure dans les modifications la définition de « <i>fill-or-kill</i> » des ACVM ou une description de la fonctionnalité de cet ordre.</p> <p>Un autre intervenant propose de réviser la définition de « <i>automated functionality</i> », dans la version anglaise, en remplaçant « <i>fill-or-kill</i> » par « <i>immediate-or-cancel</i> » car c'est l'expression qui est utilisée uniformément dans tous les marchés états-uniens.</p> <p>Entente entre le marché et un fournisseur de services de réglementation</p> <p>Selon un intervenant, il faudrait reformuler la modification du paragraphe c de l'article 7.2 du Règlement 23-101 pour ne pas indiquer que le fournisseur de services de réglementation surveille la bourse.</p>	<p><i>du Règlement 21-101.</i></p> <p><i>Dans la version anglaise du Règlement 23-101, nous avons remplacé « fill-or-kill » par « immediate-or-cancel » pour éviter toute confusion et tenir compte de la pratique du secteur.</i></p> <p><i>Ces modifications visent à préciser que nous nous attendons à ce que le fournisseur de services de réglementation reçoive des participants au marché et des marchés qu'il surveille l'information qu'il juge nécessaire pour surveiller efficacement les opérations sur plusieurs marchés. Qui plus est, nous nous attendons à ce que l'OCRCVM, étant donné</i></p>
---	--

<p>Fardeau du régime de protection des ordres</p> <p>Un intervenant soutient que l'obligation de protection des ordres devrait incomber aux courtiers si un marché la leur transfère. Un autre affirme que l'obligation devrait incomber aux courtiers et peut-être aux adhérents qui ne sont pas courtiers, tandis qu'un troisième estime qu'il ne faudrait l'imposer qu'aux courtiers et aux adhérents qui ne sont pas courtiers au lieu de laisser les courtiers l'assumer d'eux-mêmes. Un intervenant avance qu'il faut permettre aux marchés de transférer l'obligation aux courtiers parce que la réglementation états-unienne permet aux marchés d'en transférer tout ou partie aux participants au marché et qu'un marché peut avoir à prendre des mesures allant à l'encontre des décisions prises par les courtiers pour se conformer à leur obligation fiduciaire.</p> <p>Cet intervenant fait également valoir plusieurs difficultés que le passage à l'obligation de protection des ordres pose aux marchés, notamment le fait que la vitesse de la négociation serait dictée par les marchés et qu'il faudrait surveiller l'utilisation des ordres de balayage intermarchés (OBI) par les participants au marché en plus des opérations sur les marchés étrangers pour vérifier si la disposition anti-échappatoire est respectée.</p> <p>Un intervenant déclare que les questions de coûts et de technologie causées par l'imposition de l'obligation aux courtiers et aux adhérents qui ne sont pas courtiers peuvent déjà avoir été réglées par nombre de courtiers dans la pratique. Un autre intervenant note toutefois que tous les courtiers n'ont pas trouvé de solution.</p> <p>Dépôt des politiques et procédures de protection des ordres</p> <p>Un intervenant fait remarquer que l'obligation de déposer les politiques et procédures concernant la prévention des transactions hors cours et les changements importants au moins 45 jours avant leur mise en œuvre réduit la souplesse dont les marchés ont besoin pour s'adapter aux événements et qu'il n'est pas</p>	<p><i>qu'elle dispose de l'infrastructure pour ce faire, surveille certains aspects de la conformité des marchés à un nombre limité d'obligations réglementaires applicables, dont la protection des ordres et la synchronisation des horloges.</i></p> <p><i>Nous sommes toujours d'avis qu'il vaut mieux laisser aux marchés le soin de mettre en œuvre le régime de protection des ordres. Les ACVM ont décidé d'imposer cette obligation aux marchés et non aux courtiers pour rééquilibrer les règles du jeu qui existent actuellement au Canada parce que la règle sur le meilleurs cours des RUIM ne s'applique qu'aux courtiers et non aux adhérents de SNP qui ne sont pas courtiers. Le régime de protection des ordres assujettit tous les participants au marché à cette règle. En outre, il existe moins de marchés que de courtiers, et nous sommes d'avis qu'il est plus efficace d'imposer l'obligation aux marchés.</i></p> <p><i>Nous avons cependant prévu que les courtiers peuvent conserver le contrôle de leur flux d'ordres grâce aux ordres à traitement imposé.</i></p> <p><i>Nous reconnaissons que, dans certaines circonstances, le marché peut avoir à modifier rapidement ses politiques et procédures de protection des ordres. Nous faisons donc remarquer qu'une demande d'abrègement du délai réglementaire peut être une solution de</i></p>
---	--

<p>indiqué clairement pourquoi ces politiques et procédures devraient être traitées différemment d'autres politiques ou procédures.</p> <p>Application de l'obligation de protection des ordres aux ordres actifs et passifs</p> <p>Un intervenant demande de préciser si l'obligation de protection des ordres s'applique tant aux ordres actifs qu'aux ordres passifs inscrits au registre. Il note que la définition d'« ordre protégé » exclut les ordres assortis de conditions particulières passifs. Il indique également qu'étant donné la différence de valeur entre les ordres assortis de conditions particulières et les opérations exécutées à des conditions standardisées, il n'y a aucune raison de faire une distinction entre les ordres passifs et actifs. Il en conclut que tous les ordres assortis de conditions particulières devraient être exclus de la définition d'« ordre protégé ».</p> <p>Exceptions à l'interdiction de transactions hors cours</p> <p>Panne des systèmes</p> <p>Un intervenant souligne que les mauvais fonctionnements au niveau de la saisie des ordres et des données pourraient forcer le marché qui achemine les ordres à invoquer une exception pour « autoassistance ». Il note aussi que le marché pour raisonnablement conclure qu'un autre marché rencontre des problèmes techniques alors qu'en réalité, il y a interruption de la connectivité entre les deux marchés. Il avance enfin que les marchés devraient agir raisonnablement ensemble et avec les fournisseurs de services tiers pour réparer la connexion.</p> <p>En outre, cet intervenant affirme que chaque marché devrait être dans l'obligation de consigner, sous forme vérifiable, les données qui ont contribué à sa décision de cesser l'acheminement à un autre marché.</p> <p>Obligations relatives aux ordres de balayage intermarchés (OBI)</p> <p>Selon un intervenant, il ne faudrait imposer aucune autre étape aux marchés pour vérifier les OBI du moment qu'ils disposent d'une fonctionnalité pour vérifier la présence de l'identificateur pertinent et qu'ils l'exécutent et l'acheminement en conséquence.</p> <p>Certains intervenants demandent des</p>	<p><i>rechange viable.</i></p> <p><i>La définition d'« ordre protégé » ne fait aucune distinction entre les ordres passifs et les ordres actifs.</i></p> <p><i>Nous convenons que les marchés devront agir raisonnablement ensemble et avec les fournisseurs tiers en cas de problème touchant les lignes de communication entre les marchés. En application du paragraphe a de l'article 6.2 du Règlement 23-101, le marché peut cesser l'acheminement à un autre marché s'il conclut raisonnablement que celui-ci rencontre des problèmes techniques. De même, chaque marché est censé consigner conformément à ses politiques et procédures visées à la partie 6 du Règlement 23-101 les données qui ont contribué à sa décision de cesser l'acheminement à un autre marché.</i></p> <p><i>Nous confirmons que le marché qui reçoit un ordre à traitement imposé (appelé auparavant ordre de balayage intermarchés ou OBI) n'a pas à prendre de mesures supplémentaires pour vérifier qu'il s'agit d'un véritable ordre à traitement imposé mais qu'il lui suffit de s'assurer de la présence de l'identificateur</i></p>
---	--

<p>indications sur l'utilisation des OBI, notamment en ce qui concerne l'identité du responsable de l'obligation réglementaire et de l'autorité chargée de son application.</p> <p>Disposition anti-échappatoire</p> <p>Quelques intervenants sont en faveur de la disposition anti-échappatoire.</p>	<p><i>approprié et d'exécuter l'ordre ou encore de l'acheminer ou de l'inscrire au registre en conséquence. Ses politiques et procédures doivent indiquer les mesures prises sur réception d'un ordre à traitement imposé.</i></p> <p><i>Nous avons prévu à l'article 6.4 du Règlement 23-101 une disposition particulière concernant la responsabilité du participant au marché qui utilise un ordre à traitement imposé, et avons fourni dans l'instruction générale connexe des indications plus détaillées concernant l'obligation réglementaire du participant au marché et la façon de la respecter.</i></p> <p><i>Nous partageons cet avis et avons prévu une disposition anti-échappatoire à l'article 6.7 du Règlement 23-101.</i></p>
<p>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?</p>	
<p>Commentaires</p> <p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question sont d'avis que les marchés ne devraient pas être autorisés à transférer l'obligation de protection des ordres aux participants au marché, sauf dans certaines circonstances. Certains estiment que lorsque certaines exceptions à l'obligation de protection contre les transactions hors cours s'appliquent, comme dans le cas des ordres de balayage intermarchés et des pannes de système, il conviendrait que les courtiers assument la responsabilité de la protection des ordres.</p> <p>Trois intervenants sont d'accord pour permettre aux marchés de transférer aux courtiers tout ou partie de l'obligation de protection des ordres. Un intervenant note que c'est la méthode utilisée aux États-Unis. Un autre intervenant est d'avis qu'il n'est pas utile d'interdire aux marchés d'utiliser une méthode en particulier pour respecter l'obligation de protection contre les transactions hors cours.</p>	<p>Réponses des ACVM</p> <p><i>Les ACVM sont d'accord avec la majorité des intervenants : il ne faudrait pas autoriser les marchés à transférer l'obligation de protection des ordres aux participants au marché.</i></p> <p><i>Cependant, si un participant au marché envoie un ordre à traitement imposé, c'est à lui que l'obligation de protection de l'ordre incombe.</i></p> <p><i>Nous notons également que si un participant au marché invoque une exception pour problèmes techniques, nous nous attendons à ce qu'il puisse notamment envoyer ses ordres à un autre marché, en se fiant à celui-ci pour remplir l'obligation de protection des ordres, ou envoyer un ordre à traitement imposé. L'envoi d'un tel ordre libèrerait le marché de son obligation de protection des ordres.</i></p>
<p>Question 2 : Quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre?</p>	
<p>Commentaires</p>	<p>Réponses des ACVM</p>

<p>Selon trois intervenants, une réponse immédiate pourrait être toute réponse dans un délai inférieur à une seconde. Un intervenant estime qu'une réponse « immédiate » devrait s'interpréter comme donnée dans un délai inférieur à 50 millisecondes, tandis qu'un autre estime que la limite devrait être au plus 20 millisecondes.</p> <p>Certains intervenants sont d'avis qu'il ne faut pas fixer un incrément de temps en particulier car l'évolution de la technologie changera ce que l'on considère comme raisonnable avec le temps. Ils estiment que la mesure de l'immédiateté devrait être relative à la performance des autres marchés ou à un point de référence convenu.</p> <p>Deux intervenants estiment que la meilleure solution serait que les marchés et les participants au marché indiquent ce qui constitue une réponse immédiate dans leurs politiques et procédures écrites.</p> <p>Un intervenant indique que les marchés devraient offrir aux OBI la même vitesse d'exécution qu'ils offrent aux autres ordres pour assurer une réponse rapide aux OBI.</p>	<p><i>Nous avons décidé de ne pas attribuer de délai particulier au mot « immédiat » et nous attendons plutôt à ce que les marchés et les participants au marché évaluent si la réponse est « immédiate » en fonction du type d'ordre envoyé (électronique ou manuel) et du temps de réponse relatif des autres marchés.</i></p> <p><i>Nous consulterons le secteur pour établir une politique uniforme et élaborer un protocole que les marchés et les participants au marché devront suivre et intégrer dans leurs politiques et procédures.</i></p>
Question 3 : Faut-il prévoir d'autres exceptions?	
<p>Selon certains intervenants, il faudrait considérer les points suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • la question de savoir comment exécuter les opérations en bloc en fonction des obligations proposées; • l'acheminement des OBI après annulation, la vente à découvert et les lots irréguliers; • l'extension de la définition d'« ordre à cours calculé » aux « opérations sur paniers de titres » dans lesquelles les parties conviennent d'un cours global et aucun titre ne représente une proportion notable du panier; • les situations dans lesquelles un acheteur souhaite rester en deçà de 9,9 % (ou 5 % lorsque l'offre existe déjà ou dans le cas des actions intercotés) dans le cadre d'acquisitions d'une petite participation initiale; • les situations dans lesquelles l'acheteur doit rester en deçà d'un niveau précis en vertu de la loi. <p><u>Ordres liés, applications internes</u></p> <p>Un intervenant estime que les ordre liés et les</p>	<p><i>Pour donner suite à l'étude des propositions des intervenants et des recommandations du Comité de mise en œuvre, nous avons décidé d'ajouter des précisions pour clarifier certaines exceptions.</i></p> <p><i>Le paragraphe b de la section 4 de la partie III de l'avis contient des explications complètes au sujet de ces modifications.</i></p>

<p>applications internes devraient être dispensés du régime de protection contre les transactions hors cours.</p> <p><u>Exception relative aux problèmes techniques</u></p> <p>Certains intervenants estiment que l'exception pour problèmes techniques devrait obliger les marchés à être plus transparents en ce qui concerne les problèmes rencontrés et à démontrer qu'ils les ont réglés.</p> <p><u>Opérations négociées</u></p> <p>Deux intervenants estiment qu'il faut prévoir une exception pour les opérations négociées. Un intervenant déclare en particulier que le système de négociation ne devrait interdire que les offres d'achat et de vente en dehors de la fourchette des cours au moment où elles sont acceptées, mais permettre l'exécution des opérations si les offres sortent de la fourchette au moment de leur acceptation par la contrepartie (c'est-à-dire 20 secondes plus tard).</p> <p><u>Ordres sur des lots irréguliers</u></p> <p>Un intervenant estime que les ordres sur des lots irréguliers ne devraient pas bénéficier de la protection contre les transactions hors cours parce que l'acheminement serait impossible à gérer et que les coûts de compensation pourraient grimper si les participants au marché étaient tenus d'exécuter les ordres contre des unités de négociation irrégulières.</p> <p><u>Autres exceptions</u></p> <p>Deux intervenants estiment qu'il ne semble pas nécessaire de prévoir d'autres exceptions à ce stade, mais que les ACVM doivent être prêtes à réévaluer les règles à mesure que de nouvelles questions se poseront.</p>	<p><i>Les marchés sont tenus de donner avis des problèmes conformément à l'article 6.3 du Règlement 23-101, et nous nous attendons à ce qu'ils publient un avis une fois que les problèmes sont résolus. Les modalités de déclaration des problèmes techniques et les mesures à prendre seront indiquées dans un protocole.</i></p> <p><i>Cette question a été abordée par le Comité de mise en œuvre. Notre réponse à cette recommandation figure au sous-paragraphe iii du paragraphe b de la section 4 de la partie III de l'avis.</i></p> <p><i>La protection des ordres ne s'applique qu'aux ordres inscrits dans le registre régulier. Les ordres sur des lots irréguliers qui ne sont pas inscrits dans ce registre ne bénéficient donc pas de cette protection.</i></p> <p><i>Nous sommes d'accord et, une fois que le régime de protection des ordres sera en vigueur, nous surveillerons le marché pour voir si d'autres exceptions s'imposent.</i></p>
<p>Question 4 : Quelles sont les options qui s'offrent aux marchés pour acheminer les ordres vers d'autres marchés? Veuillez élaborer.</p>	
<p>Les solutions de rechange suivantes ont été proposées pour l'acheminement des ordres entre les marchés :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Les marchés pourraient être liés directement. Certains intervenants 	<p><i>Nous remercions tous les intervenants d'avoir proposé des solutions de rechange pour l'acheminement des ordres d'un marché à l'autre. Nous nous attendons en outre à ce que le secteur discute davantage des méthodes possibles d'acheminement des ordres.</i></p>

<p>estiment que l'on pourrait y parvenir en faisant en sorte que tous les marchés deviennent membres ou adhérents de tous les marchés protégés par l'entremise d'entités agissant comme courtiers. Certains estiment cependant que les coûts d'établissement de ces entités seraient notables.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Un intervenant exprime des réserves au sujet de l'option susmentionnée, notamment dans le cas où un marché qui agirait comme jitney pour ses participants et aurait à révéler les codes de ceux-ci. Il propose que le marché puisse plutôt transmettre les ordres de jitney avec son propre code. • Les nouveaux SNP pourraient afficher les cours par le biais d'un organisme d'autoréglementation comme cela se fait aux États-Unis (NYSE ou NASDAQ). • Un système intelligent d'acheminement des ordres implanté à l'interne ou appartenant à un apparenté, la conclusion d'un contrat de licence avec un partie indépendante pour son système intelligent d'acheminement des ordres, l'amélioration du cours de l'ordre de sorte qu'il ne soit pas hors cours ou le rejet d'un ordre potentiellement hors cours. • L'acheminement d'un ordre intact, y compris l'identité du courtier. • L'ajustement de la définition d'« ordre de jitney » pour que le participant au marché puisse exécuter des opérations pour d'autres participants qui ne sont pas nécessairement membres du marché où les opérations sont exécutées ou qui n'ont pas conclu d'entente avec celui-ci. 	
<p>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?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>Quelques intervenants souscrivent à l'idée de plafonner les frais exigés pour accéder à un ordre en application de l'interdiction de transaction hors cours, et l'un d'eux indique expressément que le plafond prévu par la Règle 6.1 des RUM est approprié, tandis qu'un autre estime que le plafond de 0,003 \$ utilisé au États-Unis est approprié, et qu'un</p>	<p><i>Nous notons qu'outre ces commentaires, les ACVM ont tenu compte de la recommandation du Comité de mise en œuvre selon laquelle il faudrait prévoir un plafond précis des frais de négociation dans le régime de protection des ordres lors de la rédaction de la version finale en ce qui a trait aux droits exigés. Prière de se reporter au paragraphe d de l'article 4 de</i></p>

<p>troisième estime que les frais d'accès devraient être modiques.</p> <p>Plusieurs autres intervenants sont toutefois d'avis qu'il ne faudrait pas fixer de plafond strict. Un intervenant souligne que l'adoption d'une démarche axée sur des principes serait préférable à l'établissement d'un plafond strict, et un autre indique que cette question sera réglée par la concurrence sur le marché. Un autre intervenant estime que les ACVM doivent adopter des procédures pour empêcher les marchés d'établir des barèmes de droits qui profitent de l'obligation de protection des ordres en payant d'importants crédits pour obtenir de la liquidité dans l'intention d'exiger des frais élevés pour les ordres acheminés en application de l'obligation de protection des ordres.</p> <p>Un autre intervenant propose aux ACVM de définir ce qui constituerait des frais abusifs justifiant un plafond explicite et de ne mettre en œuvre de modifications réglementaires que si elles disposent de preuves claires que ces abus sont réels ou imminents d'après les modifications tarifaires annoncées.</p> <p>Certains autres intervenants recommandent de tenir compte des droits exigés par les marchés pour établir le meilleurs cours ou les priorités d'acheminement.</p> <p>Plusieurs intervenants appuient le principe de frais non discriminatoires.</p>	<p><i>l'avis pour de plus amples informations.</i></p>
<p>Question 6 : Faut-il prévoir une interdiction de créer intentionnellement des « marchés figés »?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponses des ACVM</i></p>
<p>La majorité des intervenants qui ont répondu à cette question estiment qu'il faut prévoir une interdiction de créer intentionnellement des marchés figés. Un intervenant ajoute qu'il faudrait l'appliquer à tous les participants au marché, y compris les marchés, pour protéger l'intégrité et la fonction du marché dans son ensemble.</p> <p>Certains intervenants apportent leur appui en affirmant que l'interdiction de créer intentionnellement des marchés figés concorde avec la réglementation états-unienne et que le fait de créer délibérément des marchés figés pour générer des remises de frais est contraire à l'intérêt du marché dans son ensemble.</p> <p>Certains intervenants déclarent que le fait de</p>	<p><i>Nous sommes d'accord avec la majorité des intervenants qui ont répondu à cette question et avons conservé à l'article 6.5 du Règlement 23-101 l'interdiction de passer intentionnellement un ordre pour figer le marché. 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.</i></p> <p><i>Des indications ont été ajoutées à l'article 6.4 de l'Instruction générale 23-101 pour préciser les circonstances dans lesquelles on considère que le marché n'est pas figé ou croisé intentionnellement.</i></p>

<p>figer les marchés intentionnellement peut constituer une pratique de négociation manipulatrice et trompeuse.</p> <p>Un autre intervenant applaudit la volonté de régler le problème des marchés figés mais estime que ce sont les organismes d'autoréglementation qui devraient être chargés de la réglementation et de son application sur ce point.</p> <p>Pour régler la question des marchés figés, on propose notamment d'obliger les marchés à déplacer les ordres des courtiers pour les apparier à ceux des investisseurs ou de déplacer l'ordre figeant le marché vers le marché qui a affiché l'ordre passif.</p> <p>D'autres intervenants ne sont pas en faveur de cette interdiction. Ils estiment que les marchés figés ne posent pas les mêmes problèmes réglementaires que les marchés croisés et que la seule objection réglementaire que l'on puisse faire au courtier qui fige le marché intentionnellement concerne la meilleure exécution, car le client a demandé l'exécution rapide de son ordre mais, au lieu de l'exécuter immédiatement, le courtier l'affiche sur un autre marché et accroît le risque que l'ordre ne soit pas exécuté au cours souhaité.</p> <p>Un intervenant fait également remarquer que, si le personnel des ACVM croit qu'interdire les marchés figés dans tous les cas améliorera la liquidité, on ne peut pas créer de liquidité en forçant les courtiers et leurs clients à exécuter des opérations. Il explique aussi que nombre de participants retiendront leurs offres en attendant que le marché s'éloigne pour pouvoir afficher leurs ordres sur des marchés moins chers.</p>	
---	--

Résumé des commentaires sur le projet de modification du Règlement 21-101 et du Règlement 23-101**Liste des intervenants**

1. Alpha ATS
2. Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
3. BMO Nesbitt Burns Inc.
4. Bourse nationale canadienne
5. Canadian Security Traders Association Inc.
6. CanDeal
7. Chi-X Canada ATS Limited
8. Gestion de placements TD
9. Groupe TMX Inc.
10. ITG Investment Technology Group
11. Liquidnet Canada Inc.
12. Marchés mondiaux CIBC
13. Omega ATS
14. RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
15. RBC Gestion d'actifs Inc. et Phillips, Hager & North Investment Management Ltd.
17. Simon Romano
17. TriAct Canada Marketplace
18. Valeurs mobilières TD Inc.

Annexe C

Rapport du Comité de mise en œuvre concernant les éventuelles modifications importantes du projet de régime de protection contre les transactions hors cours

Membres du Comité			
Judith Robertson	Présidente, Belzberg	Chris Sparrow	Liquidnet
Michael Brady,	Alpha	Mark Armstrong	Financière Banque Nationale
Randee Pavalow	Alpha	Nadyne McConkey	Financière Banque Nationale
AnneMarie Ryan	AMR Associates	Fera Jeraj	Financière Banque Nationale
Doug Clark	BMO Marchés des Capitaux	Al Kovacs	Financière Banque Nationale
James Ehrensperger	BMO Marchés des Capitaux	Michael Sheridan	Norstar Securities
Jenny Drake	CCL Group	Mario Josipovic	Omega
Tal Cohen	Chi-X	Greg King	Omega
Matthew Trudeau	Chi-X	Spencer	Raymond James
Kevin McCoy	CIBC	MacCosham	RBC
Cindy Petlock	CNSX Markets	Kelley Hoffer	RBC
Richard Carleton	CNSX Markets	Greg Mills	Scotia Capitaux
Sonny Lennon	CSTA	Vanessa Gardiner	TD Newcrest
Martin Hakker	Fidessa	Peter Haynes	TD Newcrest
Iven Bryer	Fidessa	Ray Tucker	Groupe TMX
Steve Harvey	Fidessa	Deanna Dobrowsky	
Darren Sumarah	Goldman Sachs	David Chmelnitsky	
Shawna Katan	Valeurs mobilières	Tim Thurman	
Susan Copland	Haywood		
Stephen Plut	ACCVM		
Torstein Braaten	ITS		
Jim Davies	ITG		
Dave Mulder	IRESS		
	IRESS		

Le Comité de mise en œuvre a cerné cinq sujets visés par le projet de régime où les modifications souhaitées pourraient revêtir un degré d'importance nécessitant une nouvelle publication (les « modifications importantes »). Nous avons mis sur pied un sous-comité afin d'aborder chacun de ces sujets. Tous les membres du Comité de mise en œuvre pouvaient participer aux sous-comités, lesquels se sont réunis au moins à deux reprises. Les résultats de leurs débats ont été présentés au moins à deux reprises au Comité de mise en œuvre au complet pour de plus amples discussions. Les résultats des délibérations des sous-comités sont joints à l'Annexe A.

Le présent rapport résume le débat de clôture du Comité de mise en œuvre concernant les cinq sujets entraînant d'éventuelles modifications importantes. Dans certains cas, nous avons été en mesure de formuler une ou plusieurs recommandations. Dans d'autres, il n'a pas été possible de parvenir à un consensus. Toutefois, même lorsque nous n'avons pas été en mesure de nous entendre sur les conclusions, nous étions d'accord sur la plupart des arguments avancés. Nous avons inclus ces renseignements afin d'éclairer la réflexion des autorités de réglementation et de leur donner des pistes en vue de poursuivre leurs investigations et leurs délibérations.

1. Dispositions anti-échappatoire

• Recommandations

- i. Les dispositions anti-échappatoire du projet de régime et du projet de règle de l'OCRCVM devraient être harmonisées, ce qui garantirait que tous les participants au marché sont régis par le même ensemble de règles.
- ii. Le projet de régime devrait contenir des dispositions normatives, plutôt que de demeurer fondé sur des principes.

- iii. Le projet de régime ne devrait pas restreindre les opérations transfrontalières normales ni entrer en conflit avec les décisions en matière de meilleure exécution. Il devrait être expressément limité aux opérations d'envergure organisées au préalable.
- iv. Le régime des ACVM devrait renvoyer d'une manière au d'une autre à la règle de l'OCRCVM afin de garantir une harmonisation continue et de permettre de modifier plus rapidement les montants, par exemple, au besoin.
- v. Le libellé proposé figure à l'Annexe B.

2. Exceptions

- Recommandations

- i. Une exception supplémentaire devrait être envisagée afin de tenir compte des cas où une opération se négocie hors marché de façon manuelle. Elle reconnaîtrait que les parties à l'opération ont pu négocier le cours de sorte qu'il se situe dans la fourchette du meilleur cours acheteur et vendeur national au moment de l'opération mais que le marché peut avoir fluctué avant l'affichage de l'opération, ce qui crée l'apparence d'une transaction hors cours.
- ii. L'exception devrait intégrer la notion de « rétrospective ». Les parties pourraient examiner rétrospectivement les cours jusqu'à 10 secondes avant la saisie de l'opération pour se conformer à l'interdiction de transactions hors cours.
- iii. Les ACVM devraient envisager d'imposer d'autres restrictions à cette exception afin d'éviter les risques de manœuvres ou d'abus. De nombreux membres étaient préoccupés par la contradiction apparente que constitue la création d'une exception pour la négociation manuelle alors que l'objectif général de la surveillance réglementaire est de migrer vers des pistes de vérification électroniques et des opérations transparentes sur les marchés. Par exemple, le régime devrait clairement établir à quel moment l'horloge est déclenchée. Dans certains cas (par exemple, Liquidnet), l'heure de réalisation de l'opération est clairement enregistrée par un système électronique tandis que dans d'autres (par exemple, les négociations téléphoniques), l'heure de l'opération n'est pas consignée électroniquement. Une autre restriction à envisager porterait sur la taille de l'opération. Cette exception n'est pas nécessaire pour les opérations exécutées dans le cours normal des activités, et elle devrait être limitée aux cas exceptionnels tels que la négociation de blocs de titres.
- iv. Il a été reconnu qu'il y aurait un besoin d'harmonisation avec le libellé des RUIM qui précise qu'une opération a lieu au moment où elle est saisie sur un marché.
- v. Le Comité estimait que la règle américaine qui axe la fenêtre de la rétrospective sur le moment approximatif de la saisie de l'opération dans un système automatisé a du bon, mais les membres ne pouvaient s'entendre sur la nécessité de 20 secondes ni sur l'application de l'exception exclusivement à la négociation de blocs de titres par des mandataires. On a fait valoir l'argument que, sur le marché canadien, les capitaux des courtiers ont traditionnellement joué un rôle plus important qu'aux États-Unis et qu'il existe des cas où un ordre visant un bloc de titres se voit apparié à plusieurs petits ordres qui ne visent pas un bloc de titres.
- vi. On s'attend à ce que d'autres exceptions ne voient le jour que lorsque les modalités de mise en œuvre seront mieux définies. Les ACVM devraient intégrer au régime un mécanisme simplifié pour l'adoption d'exceptions supplémentaires à l'avenir, au besoin. Il y a lieu d'observer qu'aux États-Unis, 17 exceptions supplémentaires ont été octroyées après l'adoption de la règle dans sa forme définitive.

3. Responsabilité des courtiers

- Recommandations

- i. Le Comité estime qu'il existe des cas où un participant au marché préférerait ne pas utiliser les mécanismes d'acheminement d'un marché pour garantir la conformité au régime de protection contre les transactions hors cours. Par conséquent, le projet de régime devrait être modifié afin d'énoncer les obligations de façon plus précise lorsque les participants au marché choisissent d'assumer la responsabilité de la conformité au régime. Il importe d'observer que, même si le Comité a eu recours à l'expression « responsabilité des courtiers » pour résumer cette notion, la recommandation s'applique à l'ensemble des participants au marché, y compris aux personnes ayant droit d'accès.
- ii. La raison principale est la reconnaissance du fait que certains participants au marché peuvent investir dans des techniques d'acheminement spécialisées pour accroître leur compétitivité. Ils souhaitent avoir la liberté d'utiliser ces techniques et de se passer du système d'acheminement du marché, à condition d'être en mesure de garantir la même norme de conformité.
- iii. La solution proposée consiste à créer la désignation volontaire d'« ordre à exécuter et à inscrire immédiatement » (EII). Cette désignation signifierait au marché qu'il n'a pas à appliquer l'interdiction de transactions hors cours à l'ordre en question, mais qu'il devrait l'exécuter immédiatement, en inscrivant le reste, ou l'inscrire sans vérifier les cours sur d'autres marchés.
- iv. Le Comité a confirmé que le courtier serait responsable du respect de l'interdiction de transactions hors cours si un client ayant un accès direct au marché choisissait la désignation d'ordre EII.
- v. Une question qui a été soulevée par le Comité en vue d'un examen par les ACVM portait sur ce qu'un marché devrait faire si l'inscription du reste de l'ordre EII entraînait la création d'un marché croisé.
- vi. Le sous-comité a rédigé un projet de libellé à intégrer dans le régime (voir l'Annexe C).

4. Profondeur du registre

- Recommandation – Le Comité recommande que les ACVM supervisent un examen indépendant des coûts et des avantages d'étendre la protection à la pleine profondeur du registre ou de la limiter à la tête du registre. Les membres du Comité sont disposés à prodiguer leur aide en fournissant des données ainsi que leur point de vue; toutefois, il faut reconnaître que la position de chaque membre quant aux coûts divergera, que les questions de concurrence auront une influence sur les réponses et que la formulation d'une position globale sort des attributions de ce Comité. Cependant, même si le Comité est favorable à ce que des recherches supplémentaires soient réalisées en vue d'encadrer les conclusions en matière de politique, il ne souhaite pas retarder ce processus déjà très long. Par conséquent, les ACVM ne devraient accepter cette recommandation que s'il est possible de réaliser des recherches complémentaires en temps opportun.
 - i. Les points de vue des membres du Comité étaient partagés sur la question de savoir si les ACVM devraient envisager de limiter les ordres protégés à la tête du registre. Même si plusieurs membres représentant des courtiers, des marchés et des fournisseurs de données étaient nettement en faveur d'étendre la protection à la pleine profondeur du registre, on reconnaît que les opinions semblent avoir évolué sur ce point chez les courtiers vers une préférence pour la tête du registre, comme en font foi les résultats du sondage de l'ACCVM. En outre, il est reconnu que le Comité ne dispose pas d'une pleine représentation d'investisseurs institutionnels, de petits investisseurs et de petits courtiers. Aucun appui n'a été donné à une norme comprenant un nombre arbitraire de niveaux.
 - ii. Les membres se sont entendus sur plusieurs éléments de décision; toutefois, ils en ont tirés des conclusions différentes en fonction des faits et de la pondération.
 - iii. Les membres du Comité ont convenu que la protection étendue à la profondeur du registre était plus complète et compatible sur le plan

- théorique avec certains des objectifs des ACVM en matière de politique.
- iv. Les membres du Comité s'accordaient à dire qu'une protection étendue à la pleine profondeur du registre était plus complexe et pourrait être plus coûteuse pour le secteur dans son ensemble. Le point de vue du Comité à l'égard des coûts est une perspective à l'échelle sectorielle et comprend les coûts de mise en œuvre du régime, qui varieront selon l'entité, ainsi que les coûts permanents découlant de la surveillance de la conformité au régime et de sa mise en application.
 - v. Les différences sur le plan des conclusions entouraient la question de savoir si le surcroît de protection offert par l'extension à la pleine profondeur du registre suffisait à justifier les coûts additionnels.
 - vi. Les avantages découlant de la pleine profondeur sont difficiles à quantifier mais une variation par rapport à cette norme représenterait un écart par rapport à la norme actuelle, ce qui pourrait donner l'impression d'une baisse de la protection des investisseurs.
 - vii. Les coûts additionnels découlant du choix de la pleine profondeur au lieu de la tête du registre sont aussi controversés et varient selon les participants et les marchés. On reconnaît que le régime actuel est un régime de pleine profondeur du registre même si cette norme n'est pas appliquée rigoureusement. Par conséquent, le coût de la mise en œuvre de la pleine profondeur du registre ou de la tête du registre dépendra, pour chaque partie (marché, fournisseur de données et participant) de ce qu'elle utilise actuellement et des modifications éventuelles du régime définitif par rapport au statu quo.
 - viii. Le Comité demande à ce que les ACVM facilitent la recherche qui pourrait permettre d'élargir le consensus sur ce sujet. Une analyse indépendante des coûts et des avantages, notamment des coûts permanents de la mise en application, des données et de l'incidence sur la structure du marché, serait très utile. Toutefois, le Comité ne souhaite pas que ces recherches supplémentaires retardent la mise en œuvre du régime. Nous énumérons ci-dessous certaines des questions à l'égard desquelles nous recommandons que soient réalisées des recherches supplémentaires :
 - i) Latence – Nous craignons que l'obligation d'épuiser la pleine profondeur du registre ne contribue à la latence associée à l'acheminement en raison de l'interdiction des transactions hors cours. Si le négociateur doit attendre que le marché le moins rapide réagisse à plusieurs reprises, il risque de laisser passer des ordres sur d'autres marchés. Quels assouplissements pourrait-on apporter pour garantir que le délai d'attente ne perturbe pas indûment la négociation (par exemple, auto-assistance, norme minimale de temps de réponse des marchés)?
 - ii) Mise en application – Les coûts associés à la protection de la pleine profondeur du registre augmentent si la norme de mise en application est plus rigoureuse. Ainsi, une mise en application de cette protection à chaque opération à un degré de tolérance zéro coûterait considérablement plus qu'une norme axée sur le « type de comportement ». Que nécessitera le modèle de mise en application pour garantir la conformité? Sera-t-il appliqué uniformément par les ACVM et l'OCRCVM?
 - iii) Tenue de dossiers et données – Quelles normes de tenue des dossiers, de piste de vérification et de stockage des données sont nécessaires pour assurer la protection contre les transactions hors cours et permettre de prouver le respect de l'interdiction sur demande? L'obligation de conserver des données à la pleine profondeur du registre pour tous les marchés uniquement pour garantir la conformité à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours coûte considérablement plus qu'un régime axé sur la tête du registre. L'agence de traitement de l'information fournira-t-elle suffisamment de données à un coût raisonnable pour permettre la conformité?

- iv) Confiance des investisseurs / formation des cours – La majorité des systèmes d'acheminement actuels sont itératifs au Canada. Compte tenu du nombre croissant de fournisseurs de liquidité électronique, il se peut que la structure du marché soit en train de changer. Vu les capacités et la vitesse des mécanismes d'acheminement des ordres, il se peut que l'aptitude du marché à se conformer à l'interdiction de procéder à des transactions hors cours soit, dans les faits, limitée à la tête du registre. Les ordres réellement protégés peuvent être des ordres de fournisseurs de liquidité électronique ou des ordres cachés (iceberg) étant donné qu'ils peuvent renouveler la tête du registre plus rapidement qu'un mécanisme d'acheminement d'ordres itératif ne peut exécuter les ordres situés plus bas dans le registre. Si ce scénario constitue la norme, les ACVM jugeront-elles l'issue acceptable ou chercheront-elles à prévoir des mesures de mise en application ou d'autres mesures entraînant des coûts supplémentaires afin de garantir que les ordres qui se trouvent en deçà de la tête du registre sont réellement exécutés, par exemple, en exigeant des mécanismes d'acheminement par éparpillement?
- v) Négociation de blocs de titres – Même les membres du Comité privilégiant la tête du registre convenaient, sans pour autant trouver un consensus, que la négociation d'un bloc de titres sous forme d'opération organisée au préalable et effectuée selon plusieurs cours devrait fournir une certaine liquidité pour les ordres qui se trouvent plus bas dans le registre, comme cela se fait actuellement. Il serait possible d'y parvenir au moyen d'une structure hybride (par exemple, tête du registre pour les opérations habituelles et pleine profondeur du registre pour les blocs de titres), de l'application uniforme des dispositions anti-échappatoire et d'une mise en application plus rigoureuse de l'obligation de meilleure exécution. Les ACVM jugeraient-elles qu'une structure hybride de la sorte apporte suffisamment d'avantages de la pleine profondeur du registre tout en coûtant moins cher au secteur?
- vi) Meilleure exécution – Les membres qui privilégient la pleine profondeur du registre craignent que, si les ACVM adoptent une solution axée sur la tête du registre, il ne faille considérablement resserrer la mise en application de l'obligation de meilleure exécution. Un régime cohérent de mise en application de cette obligation et des dispositions anti-échappatoire atténuerait l'effet d'une moindre protection des ordres. Quels sont les projets des ACVM et de l'OCRCVM en ce qui a trait à la surveillance et à la mise en application de la meilleure exécution?
- vii) Interaction avec les autres règles – Il se peut qu'une norme axée sur la profondeur du registre augmente la complexité et le coût de la conformité avec les autres règles relatives à la négociation. Par exemple, les coûts que les marchés, les fournisseurs de données et les participants ont récemment engagés afin de pouvoir utiliser la désignation d'ordre de contournement n'auraient pas dû l'être si la norme était la tête du registre. Existe-t-il d'autres domaines où nous pouvons nous attendre à une augmentation des coûts afin de permettre l'interaction du régime de protection contre les transactions hors cours avec d'autres règles?

5. Plafonnement des frais

- Recommandations

- i. Les membres du Comité se sont accordés à dire qu'il est souhaitable de prévoir des plafonds de frais de négociation dans le projet de régime. Même si les marchés estimaient généralement que les forces concurrentielles suffisaient à établir les frais de négociation, ils ont pris acte de la préoccupation des participants au marché et étaient disposés à accepter une restriction raisonnable.

- ii. Compte tenu des préoccupations formulées par les participants au marché, le Comité a convenu que le plafonnement proposé des frais correspondant à un échelon de cotation n'était pas le plus indiqué.
- iii. Le Comité propose aux ACVM d'étudier l'adoption d'un modèle semblable au modèle américain, qui impute des frais fixes pour les actions qui se négocient à plus de 1 \$ et un pourcentage du cours des actions pour les actions qui se négocient à moins de 1 \$.
- iv. Malgré certaines préoccupations concernant les frais d'accès, de données et d'acheminement, le Comité n'a pas jugé nécessaire d'imposer d'autres plafonds des frais pour l'instant.

Annexe A – Rapport du comité de mise en œuvre

Comité de mise en œuvre du régime de protection contre les transactions hors cours
Résumé des recommandations

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
Dispositions anti-échappatoire	Déterminer si la disposition anti-échappatoire du projet de régime est adéquate ou si les obligations supplémentaires proposées par l'OCRCVM sont nécessaires.	1. Des projets de modifications des RUIIM ont été présentés (onglet A en annexe). L'ajout de dispositions normatives aux textes sur les SNP au lieu d'un régime fondés sur des principes a été recommandé. Il faudrait préciser dans les règles que les autorités en valeurs mobilières ont des réserves au sujet des transactions de grande envergure organisées au préalable qui ont lieu dans d'autres territoires et non pas au sujet des petites opérations.	Autres opinions exprimées : - il vaudrait mieux utiliser une mesure relative parce que les montants en dollars devront être mis à jour à temps; - il faudrait ajouter aux RUIIM une règle normative à laquelle les textes sur les SNP pourraient renvoyer. Cela permettrait de faire des mises à jours plus rapidement au besoin.	
Exceptions	Déterminer si le projet de régime comporte des lacunes qu'il faudrait combler au moyen d'exemptions supplémentaires.	1. Une rétrospective de 10 secondes pour les transactions organisées au préalable est recommandée. Elle permettrait aux marchés d'exécuter des transactions organisées au préalable hors de la fourchette du meilleur cours vendeur et acheteur national au moment de l'exécution pour autant que : a) le cours se situe dans la fourchette au moment où l'opération est conclue et b) l'opération est exécutée par un marché dans les 10 secondes suivant	Selon une opinion contraire, la première recommandation va à l'encontre des principes de la protection contre les transactions hors cours et aura une incidence négative sur la formation des cours.	

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
		<p>sa conclusion par les parties.</p> <p>2. Les ACVM devraient pouvoir adopter des exceptions supplémentaires rapidement, sans organiser de longues périodes de consultation, en cas de besoin.</p>		
Responsabilité des courtiers	<p>Déterminer :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la portée de la responsabilité des courtiers d'empêcher les transactions hors cours lorsqu'ils utilisent un OBI ou invoquent une exception relative aux systèmes; - la portée de la responsabilité des marchés dans ces circonstances; - si les marchés devraient avoir la possibilité de se fier à un courtier (ou à un autre participant) pour assumer la responsabilité de la conformité au régime de protection contre les transactions hors cours. 	<p>1. Proposé un libellé modifié (voir onglet B en annexe) du projet de régime pour :</p> <ul style="list-style-type: none"> - introduire un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » en vertu duquel le marché destinataire serait tenu d'exécuter l'ordre immédiatement en inscrivant le reste dans le registre et de ne pas appliquer ses politiques et procédures conçues pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours; - permettre l'utilisation des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » avec les ordres de contournement et les ordres « exécuter sinon annuler », selon les objectifs de l'auteur de l'ordre; - obliger les marchés ou les participants au marché qui utilisent les ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » à se doter de politiques et procédures qui sont 	<p>Un libellé de rechange a été présenté (voir onglet C en annexe) qui ne modifie pas de façon importante le libellé recommandé mais précise qu'après avoir donné un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement », il faut acheminer un ou plusieurs autres ordres d'un volume suffisant à des marchés <u>protégés</u> affichant un meilleur cours que celui de l'ordre « exécuter ou inscrire immédiatement ».</p>	

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
		conçues pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours et prévoient l'utilisation de ces ordres.		
Profondeur du registre	Examiner la proposition de conserver une obligation de protection de la pleine profondeur du registre ou déterminer s'il existe des raisons d'imposer la protection à une moins grande profondeur (tête du registre ou niveaux multiples).	<p>1. A proposé de maintenir la pleine profondeur du registre pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> - il s'agit de la meilleure façon de préserver la confiance des investisseurs et d'inciter à contribuer au processus de formation des cours; - les considérations techniques devraient servir le marché et ses obligations réglementaires; - les systèmes intelligents d'acheminement des ordres actuellement en service protègent la pleine profondeur du registre; - la comparaison avec l'obligation états-unienne de protéger la tête du registre n'est pas valide, étant donné le nombre considérablement plus élevé de marchés et la liquidité supérieure aux États-Unis. 	<p>D'autres estiment que la protection de la tête du registre est préférable pour les raisons suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> - la plupart des systèmes intelligents d'acheminement des ordres ont un mode de fonctionnement itératif et axé sur la tête du registre; - cette protection offre une manière plus pratique de régler les transactions hors cours; - la confiance des investisseurs n'a souffert ni aux États-Unis ni en Europe; - les ordres négociables épuisent généralement deux ou trois cours, ce qui rend la protection de la pleine profondeur du registre inutilement onéreuse, étant donné la protection marginale qu'elle offrirait par rapport à la protection de la tête du registre; - il importe de tenir compte des limites et des coûts des systèmes; - la latence de certains marchés et les situations de concurrence (<i>race conditions</i>) pourraient entraîner des transactions hors cours dans un 	

SOUS-COMITÉ	MANDAT	RECOMMANDATIONS DU SOUS-COMITÉ	AUTRES OPINIONS	RECOMMANDATION FINALE DU COMITÉ DE MISE EN ŒUVRE
			régime de pleine profondeur du registre.	
Plafonnement des frais	Déterminer si le projet de plafonnement des frais prévu par les modifications des ACVM était approprié et, sinon, établir s'il existe des solutions de rechange.	Le sous-comité n'a pas pu s'entendre sur une recommandation.	Certains membres du sous-comité ont recommandé ce qui suit : - le plafond proposé pour les actions devrait être moins de la moitié d'un échelon de cotation; - il faudrait utiliser un modèle fondé sur les prix nets; - il faudrait plafonner les frais pour les actions dont le cours est inférieur à 1 \$ selon un pourcentage du cours.	

Annexe B – Rapport du Comité de mise en oeuvre**Comité sur les dispositions anti-échappatoires – Propositions de modifications de la disposition anti-évitement des RUIIM**

3) La dispense prévue au sous-alinéa d) de l'alinéa (2) n'est pas ouverte si l'ordre à exécuter sur le marché organisé réglementé étranger éviterait l'exécution contre un ordre doté d'un meilleur cours sur un marché conformément à la partie 6 des règles de négociation s'il avait été saisi sur un marché au lieu du marché organisé réglementé étranger pour un compte canadien en fonds canadiens, dans les cas suivants :

- a) il fait partie d'une application intentionnelle;
- b) il fait partie d'une transaction organisée au préalable;
- c) il vise plus de 50 unités de négociation standard;
- d) il a une valeur d'au moins 250 000 \$.

Annexe C – Rapport du Comité de mise en œuvre

Page 5 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'OCRCVM. Cet identificateur indique au marché que l'ordre acheminé ne devrait pas être exécuté contre des ordres cachés.

Page 5 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 d'un meilleur cours ont préséance sur les ordres dotés de cours inférieurs. Il faut toutefois reconnaître que les questions de prévention de toutes les transactions hors cours dans un contexte de multiplicité des marchés 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 dans certains cas les transactions hors cours qui se produisent. 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.

Tous les participants au marché ont envers celui-ci une obligation de protection contre les transactions hors cours. 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 23-101. Bien que nous imposions aux marchés l'obligation de se doter de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours, dans certains cas, ils ne contreviendraient pas à cette obligation en contournant des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur d'autres marchés. Ce serait notamment le cas du marché qui exécute un ordre d'un participant au marché ou d'un autre marché l'avisant qu'il doit uniquement l'exécuter et (ou) l'inscrire. En donnant un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement », l'auteur de l'ordre accepte l'obligation de se conformer à l'interdiction de transactions hors cours.

Page 6 Question 2 : Quel délai devrait être considéré comme une réponse « immédiate » du marché qui reçoit un ordre?

ii) Ordre « exécuter ou inscrire immédiatement »

Nous proposons une exception à l'obligation pour les marchés d'utiliser leurs politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours afin qu'il soit permis de recourir à des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » (EII). L'ordre portant cet identificateur informe le marché destinataire qu'il peut l'exécuter en inscrivant la tranche restante dans le registre ou l'inscrire, selon le cas, sans attendre et sans tenir compte des ordres dotés d'un meilleur cours affichés sur un autre marché. Dans ces situations, le marché destinataire ne serait pas obligé d'appliquer ses politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours, ce qui lui permettrait notamment d'acheminer l'ordre, d'en modifier le cours ou de le rejeter. Tout ordre peut être désigné comme « exécuter ou inscrire immédiatement » par un marché ou un participant au marché. Le concept prévoit que plusieurs ordres EII peuvent être acheminés simultanément pour

exécution contre des ordres protégés sur plusieurs marchés. En outre, les participants au marché peuvent n'envoyer qu'un seul EII pour exécution contre la meilleure offre d'achat ou de vente protégée. Utilisé avec les identificateurs de contournement et « exécuter sinon annuler », l'ordre EII permettrait aux participants d'exécuter des ordres portant sur de grands blocs, à condition d'acheminer simultanément un ou plusieurs EII pour exécution contre tous les ordres protégés dotés d'un meilleur cours, ce qui faciliterait le respect de l'interdiction de transactions hors cours. L'ordre EII peut être utilisé avec les identificateurs de contournement et « exécuter sinon annuler », selon les objectifs de son auteur.

Page 264 – Article 1.1 Définition – « Ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » ou EII » : tout ordre d'achat ou de vente d'un titre coté, à l'exception d'un dérivé, qui, lorsqu'un ou plusieurs autres ordres d'un volume suffisant sont acheminés en même temps que lui à un marché pour être exécutés contre le volume affiché de tout autre ordre protégé doté d'un meilleur cours sur ce marché que l'ordre visé au paragraphe *a*, remplit les conditions suivantes, pourvu que le participant au marché qui l'a donné soit doté de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et prévoient l'utilisation de cet ordre :

a) il est saisi sur un marché ou acheminé à un marché pour exécution immédiate, la tranche restante étant inscrite dans le registre, ou pour inscription immédiate dans le registre;

b) il est désigné comme ordre « exécuter ou inscrire immédiatement ».

page 266 6.3 Obligations relatives aux ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » – Le marché ou le participant au marché responsable de l'acheminement d'un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » doit s'assurer qu'il est doté de politiques et procédures appropriées qui empêchent raisonnablement les transactions lorsqu'il se sert de ce type d'ordre.

Page 268, 2.4 Définition d'ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » – L'ordre « exécuter ou inscrire immédiatement » informe le marché destinataire qu'il peut être immédiatement exécuté ou inscrit au registre comme ordre passif sans tenir compte des ordres dotés d'un meilleur cours affichés par d'autres marchés. Les marchés et participants au marché s'en servent pour aviser le marché destinataire qu'il devrait l'exécuter ou l'inscrire immédiatement sans appliquer ses politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours.

Page 270, (3) Dans certains cas, notamment en prévision de l'utilisation d'un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement », le participant au marché devrait se doter de politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours et consigner les renseignements pertinents pour faire le suivi des décisions d'acheminement. Par exemple, s'il passe régulièrement des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » ou dispose d'une procédure d'acheminement des ordres en cas de panne des systèmes d'un marché, il devrait se doter de politiques et procédures qui indiquent le moment opportun pour utiliser ce type d'ordre ou décrivent les options d'acheminement, ainsi que des politiques et procédures qui empêchent raisonnablement les transactions hors cours en cas d'utilisation d'un ordre « exécuter ou inscrire immédiatement ». Si le participant au marché passe régulièrement des ordres « exécuter ou inscrire immédiatement » ou envoie un ordre à un marché qui rencontre des problèmes techniques, il devrait aussi consigner l'information pertinente pour que les autorités en valeurs mobilières puissent évaluer adéquatement la conformité à la partie 6 du règlement.

Page 271 (b) Le paragraphe *b* de l'article 6.2 du règlement prévoit que le marché exécute ou inscrit immédiatement tout ordre identifié comme « exécuter ou inscrire immédiatement ». Il n'a pas à retarder l'exécution ni à prendre de mesures pour empêcher raisonnablement les transactions hors cours.

Annexe D

Résumé des réponses aux questions des ACVM concernant les coûts d'une obligation de protection contre les transactions hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre ou limitée la tête du registre

À noter que le présent résumé ne comporte pas la liste des intervenants en raison de l'information commerciale sensible qui était demandée dans certaines des questions ci-dessous.

Marchés

Nous avons reçu des réponses aux questions ci-dessous de la part de quatre marchés.

Questions	Résumé des réponses
<p>1. Comment comptez-vous mettre en œuvre vos politiques et procédures pour vous conformer au projet de régime de protection contre les transactions hors cours? Quelle serait l'incidence d'une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre sur cette stratégie? Quelle serait l'incidence d'une interdiction de transaction hors cours limitée à la tête du registre?</p>	<p><i>Les stratégies suivantes ont notamment été signalées : i) un service intelligent d'acheminement des ordres fonctionnant selon une interdiction s'étendant à la pleine profondeur; ii) une stratégie de rejet et de modification du cours qui utilise la meilleure offre d'achat ou de vente canadienne (« Canadian best bid/best offer » ou « CBBO »); et iii) l'acceptation uniquement des ordres ou des méthodes (par exemple, les ordres à traitement imposé) qui ne contreviennent pas aux obligations. Les deux premières méthodes ne seraient pas touchées par la mise en œuvre d'une interdiction limitée à la tête du registre ou s'étendant à la pleine profondeur.</i></p> <p><i>Un marché affirme qu'une interdiction s'étendant à la pleine profondeur exigerait d'obtenir et de consigner des données sur la pleine profondeur du registre de tous les marchés sur tous les titres, ce qui aurait une incidence notable en matière de coût.</i></p>
<p>2. Votre marché offre-t-il actuellement des capacités d'acheminement aux participants? Dans l'affirmative, le mécanisme d'acheminement est-il conçu pour fournir des services intelligents d'acheminement des ordres ou simplement pour éviter les transactions hors cours? Dans le premier cas, combien de cours le mécanisme évalue-t-il pour prendre les décisions d'acheminement?</p>	<p><i>La plupart des marchés qui ont répondu offrent des capacités d'acheminement à leurs participants. Dans la plupart des cas, le mécanisme d'acheminement n'est conçu que pour éviter les transactions hors cours. Un des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres consolide les données à la pleine profondeur du registre.</i></p>
<p>3. Veuillez fournir des estimations de l'augmentation de la latence due à l'évaluation, par le mécanisme d'acheminement, de plusieurs offres d'achat ou de vente à la fois lors de la prise de décision d'acheminement, y compris les points de mesure.</p>	<p><i>La majorité des intervenants indiquent que l'évaluation, par le mécanisme d'acheminement, de plusieurs offres d'achat ou de vente à la fois lors de la prise de décision d'acheminement n'augmente pas le temps de latence. Un marché déclare qu'il y aurait une augmentation du délai de traitement selon le nombre de cours pris en considération.</i></p>

<p>4. Si le mécanisme d'acheminement respecte l'obligation actuelle d'exécution au meilleur cours à la profondeur du registre, l'adoption d'une norme limitée à la tête du registre entraînerait-elle des coûts ou des économies (en ce qui concerne le matériel ou l'exploitation)? Ce changement entraînerait-il des modifications du mécanisme d'acheminement (développement d'un nouveau logiciel)?</p>	<p><i>La majorité des marchés qui ont répondu estiment qu'ils n'auraient pas à engager de coûts supplémentaires pour mettre en œuvre une norme limitée à la tête du registre.</i></p> <p><i>Un marché affirme que les développeurs des techniques d'acheminement et de gestion de l'exécution des ordres et des systèmes logiciels de tenue de marché utilisés par les fournisseurs de liquidité électroniques devraient effectuer d'importants investissements si la norme de la tête du registre était adoptée.</i></p>
<p>5. Si votre marché n'a pas de mécanisme d'acheminement ou si celui-ci n'évalue que les données de la tête du registre, veuillez fournir des estimations de l'augmentation des coûts due au développement et à la mise en œuvre d'un mécanisme d'acheminement tenant compte de la pleine profondeur du registre par rapport à un mécanisme ne tenant compte que de la tête du registre.</p>	<p><i>Un intervenant note qu'une solution ne nécessitant que l'utilisation de la CBBO permettrait de se conformer tant avec une interdiction limitée à la tête du registre qu'avec une interdiction s'étendant à la pleine profondeur.</i></p>
<p>6. Si vous comptez utiliser des ordres de balayage intermarchés (OBI) ou « exécuter ou inscrire immédiatement » (EII), comment vous conformerez-vous à une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre? L'imposition d'une interdiction limitée à la tête du registre changerait-elle votre réponse?</p>	<p><i>La plupart des marchés indiquent qu'ils sont en train d'établir leur politique en ce qui concerne les OBI et les EII.</i></p>
<p>Coutiers et participants au marché</p> <p>Nous avons reçu des réponses aux questions ci-dessous de la part de huit courtiers ou participants au marché.</p>	
<p>Questions</p>	<p>Résumé des réponses</p>
<p>1. Si vous comptez utiliser l'identificateur OBI/EII, comment mettez-vous en œuvre vos politiques et procédures pour vous conformer à une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre? L'imposition d'une interdiction limitée à la tête du registre changerait-elle votre réponse?</p>	<p><i>Un intervenant estime qu'il n'y aurait aucun changement dans la façon dont il se conforme à l'interdiction. Un autre indique que le mécanisme d'acheminement utilisé actuellement balaie les données de la tête du registre et peut recevoir des mises à jour pour évaluer le meilleur cours.</i></p> <p><i>Un intervenant indique que la preuve de la conformité à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur nécessiterait d'augmenter les ressources pour examiner les opérations en temps réel, ce qui accroîtrait la surveillance et les tests des systèmes, les politiques, les procédures et la tenue de dossiers pour surveiller les marchés.</i></p> <p><i>Un intervenant déclare que si un ordre est acheminé par « éparpillement », il faudra tenir compte chaque fois des cours à la pleine</i></p>

	<i>profondeur du registre.</i>
<p>2. Quels seraient les coûts supplémentaires de la mise en œuvre d'une interdiction de transaction hors cours limitée à la tête du registre par rapport à votre obligation actuelle de meilleure exécution? Veuillez tenir compte du coût de développement et de mise en œuvre d'une solution plutôt que du coût de stockage des données nécessaires pour prouver la conformité à l'interdiction ou du coût de connexion ou d'accès aux marchés.</p>	<p><i>La plupart des intervenants qui ont répondu à cette question ne croient pas que les coûts supplémentaires seront élevés.</i></p> <p><i>Un intervenant n'est pas certain des coûts supplémentaires mais s'attend à ce qu'ils soient beaucoup plus élevés.</i></p> <p><i>Un autre intervenant s'attend à avoir besoin de nouveaux logiciels, matériel et lignes de télécommunication.</i></p>
<p>3. Quels seraient les coûts supplémentaires de la mise en œuvre d'une interdiction de transaction hors cours s'étendant à la pleine profondeur du registre par rapport à votre obligation actuelle de meilleure exécution? Veuillez tenir compte du coût de développement et de mise en œuvre d'une solution plutôt que du coût de stockage des données nécessaires pour prouver la conformité à l'interdiction ou du coût de connexion ou d'accès aux marchés.</p>	<p><i>Un intervenant note que les coûts liés à une interdiction de transaction hors cours limitée à la tête du registre ou à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur du registre sont approximativement les mêmes si l'on exclut les coûts de la conformité, de la surveillance et de l'augmentation de la latence. Il indique que le coût lié à l'augmentation de la latence due à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur dépasserait les coûts liés à la technologie.</i></p> <p><i>Un intervenant affirme qu'une interdiction s'étendant à la pleine profondeur du registre pourrait entraîner des situations dans lesquelles l'ordre d'un client serait finalement exécuté à un prix plus élevé que prévu. Il fait également remarquer qu'une interdiction à la pleine profondeur entraînerait un désavantage concurrentiel parce que les marchés états-unis n'exigent que la protection de la tête du registre.</i></p> <p><i>Un autre intervenant indique que le seul autre coût lié à une interdiction s'étendant à la pleine profondeur du registre découlerait de l'acquisition d'un système de surveillance de la conformité indépendant du mécanisme d'acheminement utilisé.</i></p> <p><i>Un intervenant n'est pas certain des conséquences en matière de coûts mais s'attend à ce que ceux-ci soient beaucoup plus élevés.</i></p> <p><i>Un autre intervenant s'attend à ce que les coûts soient légèrement plus élevés.</i></p>
<p>4. Combien de cours inscrits dans votre registre sont-ils épuisés et évalués par vos systèmes pour prouver la conformité à l'obligation de meilleure exécution en vigueur?</p>	<p><i>La plupart des intervenants indique que les données sont épuisées à la pleine profondeur du registre.</i></p>
<p>5. Étant donné que l'obligation de meilleure exécution en vigueur s'applique à tous les cours, quels coûts ou économies supplémentaires</p>	<p><i>Les réponses indiquent que des économies seraient réalisées du fait que les modifications des systèmes seraient marginales pour garantir la conformité.</i></p>

l'adoption d'une norme limitée à la tête du registre entraînerait-elle?	<i>Les intervenants expliquent aussi qu'ils feraient des économies dans les domaines des listes de données consolidées, du stockage des données, de la surveillance, de la déclaration des anomalies et du personnel. Deux intervenants évoquent également le coût de la latence. L'un d'eux est d'avis que les économies les plus importantes concernent davantage la latence que les finances.</i>
6. Utilisez-vous actuellement un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres? Est-il fourni par un fournisseur tiers ou est-il en propriété exclusive? Utilisez-vous plusieurs mécanismes d'acheminement (différents pupitres utilisant différents mécanismes d'acheminement?) Dans quels domaines? Quelle proportion de votre flux d'ordres est-elle acheminée par un mécanisme d'acheminement?	<i>La grande majorité des intervenants utilisent des mécanismes intelligents d'acheminement des ordres. La plupart utilisent un mécanisme fourni par un tiers et plus d'un mécanisme. La majorité des intervenants indiquent qu'ils envoient la plupart de leur flux d'ordres par l'entremise d'un mécanisme intelligent d'acheminement des ordres.</i>
<p>Fournisseurs</p> <p>Nous avons reçu des réponses aux questions ci-dessous de trois fournisseurs.</p>	
Questions	Résumé des réponses
1. Veuillez indiquer si votre produit d'acheminement est un mécanisme d'acheminement itératif ou par éparpillement.	<i>Tous les intervenants fournissent actuellement un mécanisme d'acheminement itératif.</i>
2. Combien de cours inscrits sur le registre le mécanisme d'acheminement épuise-t-il et évalue-t-il actuellement pour prendre des décisions d'acheminement?	<i>La majorité des intervenants indiquent que le mécanisme d'acheminement itératif prend des décisions en fonction des données de la tête du registre mais qu'il continue à envoyer des ordres jusqu'à ce que la profondeur du registre soit épuisée.</i>
3. Combien de cours sont considérés comme nécessaires pour que le mécanisme d'acheminement soit en mesure d'aider son utilisateur à obtenir la meilleure exécution?	<i>Tous les intervenants indiquent que les données de la tête du registre sont nécessaires pour que le mécanisme d'acheminement soit en mesure d'aider son utilisateur à obtenir la meilleure exécution.</i>
4. Quels coûts supplémentaires le développement et l'exploitation d'un mécanisme d'acheminement à la pleine profondeur du registre entraînent-il par rapport à l'obligation de meilleure exécution en vigueur?	<i>La majorité des intervenants déclarent qu'il n'y aurait pas de coûts supplémentaires. Un intervenant indique que s'il faut concevoir un algorithme plus compliqué pour tenir compte de la pleine profondeur du registre sur tous les marchés avant d'envoyer des ordres, sa conception, son développement et sa mise en œuvre entraîneraient des coûts.</i>
5. Veuillez indiquer les coûts supplémentaires découlant de l'adoption d'une norme réglementaire limitée à la tête du registre.	<i>La majorité des intervenants déclarent qu'il n'y aurait pas de coûts supplémentaires. L'un d'eux indique cependant qu'il aurait à bâtir la capacité</i>

	<i>de retirer des ordres parce que le nombre de marchés figés et croisés augmenterait sous un régime de tête du registre.</i>
6. Quelles économies ce changement permettrait-il de réaliser?	<i>La majorité des intervenants indiquent que les d'économies seraient nulles ou négligeables. L'un d'eux prédit que ses coûts augmentent.</i>
7. Veuillez fournir des estimations de l'augmentation de la latence liée à l'évaluation de la pleine profondeur du registre pour prendre des décisions d'acheminement.	<i>La majorité des intervenants déclarent que l'évaluation de la pleine profondeur n'entraînerait aucune augmentation de la latence. Un intervenant indique qu'il y aurait augmentation de la latence en raison de l'augmentation du volume de données à traiter.</i>
8. Question facultative – Veuillez fournir une estimation du nombre de participants et (ou) du volume d'ordres acheminés par votre mécanisme d'acheminement aux marchés canadiens.	<i>Les fournisseurs qui ont répondu à cette question fournissent des services à un grand nombre de courtiers (dont toutes les grandes banques canadiennes) et acheminent un fort volume de flux d'ordres au Canada.</i>