

Avis de consultation

Projet de Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés

I. INTRODUCTION

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (les « ACVM » ou « nous ») publient pour consultation le projet de *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* (le « projet de règlement ») et le projet d'*Instruction générale relative au Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés* (le « projet d'instruction générale »). Le projet de règlement introduit des dispositions régissant les activités de négociation électronique des participants au marché et de leurs clients. Il introduit en outre des obligations précises en ce qui concerne l'accès électronique direct¹. L'accès électronique direct ne comprend pas les opérations effectuées par les clients individuels qui accèdent à leurs comptes par Internet.

Le projet de règlement prévoit également un régime d'encadrement de l'accès électronique direct.

Le personnel des ACVM a travaillé à l'élaboration du projet de règlement en étroite collaboration avec celui de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM), qui a partagé ses connaissances et son expertise sur nombre des problématiques entourant la négociation électronique. Nous le remercions de son précieux apport.

II. MISE EN CONTEXTE

I. Évolution du marché canadien

Le marché canadien des titres de capitaux propres, où toutes les négociations s'effectuaient auparavant au même endroit, a changé considérablement ces dernières années avec la multiplication des marchés, les mêmes titres se négociant désormais à la fois sur les bourses et sur les systèmes de négociation parallèles (SNP). Au fil des transformations qu'ont connues les marchés, la technologie a également évolué, accroissant la rapidité, le volume et la complexité des opérations.

Au Canada, la négociation électronique a cours depuis de nombreuses années. La Bourse de Toronto a été l'une des premières bourses entièrement électroniques du monde. Ces dernières années, l'utilisation de la technologie s'est répandue et l'apparition de nouveaux marchés a obligé les marchés en place à en repousser les limites afin d'accroître la rapidité, l'efficacité et l'efficacité d'exécution des stratégies de négociation. Les participants ont également recours à des stratégies et à des algorithmes de plus en plus complexes exigeant d'eux, ainsi que des autorités de réglementation, des fournisseurs et des marchés, des investissements toujours plus importants dans les technologies et les capacités.

En outre, la technologie a permis aux participants au marché de donner plus facilement accès aux marchés à leurs clients. Par exemple, l'accès électronique direct a permis aux clients d'utiliser leurs propres systèmes ou algorithmes pour envoyer directement leurs ordres au marché de leur choix. Dans certains cas, les ordres transitent par les systèmes d'un courtier appliquant des contrôles pré-opérations, tandis que dans d'autres, les ordres ne passent pas par ces systèmes et aucun contrôle n'est appliqué. Les clients avec accès électronique direct sont habituellement de grands investisseurs institutionnels

¹ L'article 1 du projet de règlement définit l'« accès électronique direct » comme « l'accès à un marché, fourni au client d'un courtier participant, par lequel le client transmet, directement ou indirectement, des ordres aux systèmes d'exécution du marché en se servant de l'identificateur participant au marché du courtier participant sans que celui-ci ressaisisse ou gère autrement les ordres ».

assujettis à des obligations réglementaires particulières. Toutefois, ils peuvent aussi être des clients individuels expérimentés disposant de ressources leur permettant de gérer l'accès électronique direct conformément aux normes établies par un courtier participant².

Des événements ayant marqué le marché, comme le « krach éclair » du 6 mai 2010, illustrent que la rapidité et la complexité de la négociation exigent de porter une attention accrue aux contrôles destinés à limiter les risques que présentent ces changements technologiques. Les autorités de réglementation du monde entier travaillent actuellement à l'évaluation des risques liés à la négociation électronique, y compris à l'accès électronique direct, et à l'instauration de mesures d'encadrement visant à les minimiser (se reporter à la partie III.4 ci-dessous).

2. Risques liés à la négociation électronique

Comme nous le mentionnions, la structure du marché canadien a connu une évolution très rapide. Le recours à des technologies et à des stratégies complexes étant de plus en plus répandu, notamment les stratégies de négociation à haute fréquence, les risques auxquels est exposé le marché se sont multipliés. Ces risques sont présentés ci-dessous.

i) Risque de responsabilité

Le risque de responsabilité a trait au risque que court le marché lorsqu'il n'y a pas de certitude quant à la partie qui assumera la responsabilité finale des pertes financières, des infractions à la réglementation ou de la perturbation du marché causées par la négociation électronique. Les participants au marché ont indiqué que c'est parfois le cas pour les opérations effectuées au moyen de l'accès électronique direct.

Plus la négociation électronique gagne en vitesse, plus les risques que des problèmes engageant la responsabilité augmentent. Par exemple, les défaillances de systèmes ou l'exécution d'opérations erronées peuvent causer des pertes ou donner à des parties l'occasion de manipuler le marché par l'accès électronique direct. Il est nécessaire d'établir clairement quelle partie aura la responsabilité de veiller au contrôle et à la surveillance appropriés et efficaces de ces risques.

ii) Risque de crédit

Le risque de crédit est le risque qu'un participant au marché, plus particulièrement un courtier, soit tenu financièrement responsable d'opérations qui excèdent sa capacité financière ainsi que le risque systémique général pouvant découler de l'incapacité du courtier de combler ses pertes financières.

La rapidité avec laquelle les participants au marché ou les clients avec accès électronique direct saisissent les ordres accroît les risques qu'en l'absence de contrôles, les opérations excèdent les plafonds de crédit ou les plafonds financiers. Une telle situation peut se produire lorsque des participants au marché ou des clients ne sont pas en mesure de suivre les ordres saisis ou que des ordres erronés sont saisis et exécutés parce que les procédures de contrôle qui pourraient les bloquer sont inadéquates ou inexistantes. Lorsque le manquement d'un courtier a des répercussions sur l'ensemble du marché, il peut en résulter un risque systémique.

iii) Risque d'atteinte à l'intégrité du marché

Le risque d'atteinte à l'intégrité du marché s'entend du risque qu'un manquement aux exigences des marchés et obligations réglementaires nuise à l'intégrité du marché et mine la confiance envers ce dernier.

L'absence de contrôles électroniques appropriés accroît le risque d'infraction aux obligations réglementaires dans un contexte où la surveillance ne peut

² L'article 1 du projet de règlement définit le « courtier participant » comme « un participant au marché qui est courtier en placement ».

s'exercer par le traitement manuel des opérations, ce qui aurait une incidence sur la volonté des investisseurs à participer au marché canadien.

iv) *Risque lié à la subdélégation*

Le risque lié à la subdélégation a trait au risque inhérent au transfert, par un client avec accès électronique direct, de l'usage de l'identificateur participant au marché du courtier à une autre entité (le subdélégataire). Les principaux risques liés à cette pratique se rapportent à la capacité du participant au marché à gérer les risques auxquels il s'expose en procurant l'accès électronique direct à un client donné. Ce risque peut découler du manque de mesures de contrôle servant à identifier l'initiateur de l'ordre, de l'incapacité de s'assurer de l'aptitude du subdélégataire à utiliser l'accès électronique direct ou de l'incapacité de poursuivre le client dans un territoire qui n'échange pas d'information. L'insuffisance des mesures de contrôle à l'égard d'un subdélégataire pourrait porter préjudice au courtier participant ou nuire à l'intégrité du marché.

v) *Risques liés aux technologies ou aux systèmes*

Les risques liés aux technologies ou aux systèmes concernent la défaillance possible des systèmes ou des technologies et ses répercussions. Le risque découle du degré élevé de connectivité et de la rapidité des communications entre les systèmes des marchés, de leurs participants et des clients avec accès électronique direct que nécessite la négociation électronique. Ces interconnexions et la rapidité d'opérations soulèvent des craintes quant aux conséquences imprévues et étendues que peut entraîner la négociation dans un tel environnement. Les problèmes éventuels peuvent résulter de défaillances dans les systèmes des marchés, des fournisseurs ou des clients, de capacités insuffisantes, d'erreurs dans la programmation des algorithmes ou d'ordres erronés. De plus, les défaillances technologiques ou des systèmes qui ont une incidence sur la capacité des investisseurs d'effectuer des opérations ou sur le prix d'exécution qu'ils obtiennent entraînent le risque que des opérations soient annulées ou modifiées, ce qui minerait la confiance des investisseurs à l'égard du marché. Les investisseurs, particulièrement les clients avec accès électronique direct, pourraient être ainsi amenés à effectuer leurs opérations dans d'autres pays.

vi) *Risque d'arbitrage réglementaire*

Le risque d'arbitrage réglementaire se manifeste lorsque des règles relatives à la négociation électronique et à l'accès électronique au Canada ne correspondent pas aux normes internationales, en particulier aux règles connexes de la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis (parce qu'elles sont plus restrictives ou permissives). Si les règles canadiennes sont trop contraignantes, les flux d'ordres peuvent se déplacer vers d'autres territoires où elles le sont moins. Si, par contre, elles sont trop conciliantes, ceux qui souhaitent contourner des règles étrangères peuvent effectuer leurs opérations au Canada, ce qui accroîtra le risque pour le marché canadien.

3. *Obligations réglementaires actuelles*

À l'heure actuelle, aucune règle ne s'applique expressément à la négociation électronique. Les marchés sont tenus à des obligations relatives aux systèmes³ et les courtiers, à des obligations générales imposées par l'OCRCVM en ce qui concerne les plans de continuité des activités et à l'obligation, prévue par le *Règlement 31-103 sur les obligations et dispenses d'inscription*, de gérer les risques inhérents à leur activité⁴. Les

³ La partie 12 du *Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché* (le « Règlement 21-101 ») prévoit que les marchés sont tenus, pour chacun de leurs systèmes servant à la saisie, à l'acheminement et à l'exécution des ordres, à la déclaration, à la comparaison et à la compensation des opérations, aux listes de données et à la surveillance des marchés, de surveiller et de soumettre les systèmes à des tests pour déterminer leur capacité, d'examiner la vulnérabilité de ces systèmes face aux menaces, d'élaborer des plans de continuité des activités, de faire effectuer annuellement un examen indépendant des systèmes et de nous aviser rapidement de tout défaut de fonctionnement important touchant les systèmes.

⁴ Le paragraphe b de l'article 11.1 du *Règlement 31-103* oblige les sociétés inscrites à établir, maintenir et appliquer des politiques et des procédures instaurant un système de contrôles et de supervision capable de gérer les risques liés à leur activité conformément aux pratiques commerciales prudentes.

seules règles en vigueur qui concernent l'accès des clients à la négociation sont les règles et politiques traitant précisément de l'accès électronique direct en vigueur sur les marchés. Ces règles visent principalement à prévoir quels clients y sont admissibles (ci-après, la « liste des clients admissibles »), à exiger la conclusion d'une entente écrite entre le courtier et le client avec accès électronique direct, à prévoir certaines des clauses devant y figurer et à énoncer certaines obligations relatives aux systèmes en matière d'accès direct électronique. Elles varient selon les marchés et aucune norme n'est appliquée uniformément.

III. DESCRIPTION DU PROJET DE RÈGLEMENT

En raison des risques accrus auxquels est exposé le marché canadien, décrits ci-dessus, les ACVM estiment qu'il est nécessaire de mettre sur pied un régime d'encadrement visant à ce que les participants au marché et les marchés gèrent les risques liés à l'utilisation généralisée de la négociation électronique, y compris la négociation à haute fréquence⁵. De ce constat est né le projet de règlement, exposé en détail ci-dessous, qui comprend des obligations en matière d'accès électronique direct.

Les ACVM ont cerné antérieurement les problématiques entourant l'accès électronique direct. En 2007, elles ont publié pour consultation des modifications au *Règlement 23-101 sur les règles de négociation* (le « Règlement 23-101 ») qui traitaient en partie de questions relatives à l'accès direct au marché (le « projet de modification de 2007 »). Le projet de modification de 2007 visait entre autres à clarifier les obligations des marchés, des courtiers et des participants parrainés par un courtier dans le cadre de l'octroi de l'accès électronique direct et prévoyait de nouvelles obligations, notamment celle pour les participants parrainés par un courtier de suivre une formation. Ces modifications n'ont pas connu de suite, mais les commentaires reçus ont été étudiés et sont résumés à l'Annexe A du présent avis. Nous remercions tous les intervenants de leur participation.

Nous proposons d'introduire un nouveau règlement pancanadien qui étendrait la portée du projet de modification de 2007 à la négociation électronique en général et à l'accès électronique direct en particulier. Nous estimons qu'en raison de sa portée étendue, le projet de règlement traitera de façon plus efficace les sujets de préoccupation liés à la négociation électronique exposés ci-dessous.

Outre l'étude des commentaires reçus, l'élaboration du projet de règlement a été l'occasion de rencontres entre le personnel des ACVM et de nombreux marchés, participants au marché et fournisseurs de services qui lui ont permis de mieux comprendre le paysage actuel de l'accès électronique direct et les problématiques entourant la négociation électronique. Le personnel a posé des questions sur un éventail de sujets, notamment le filtrage des clients, les formes de surveillance des opérations utilisées, l'utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres et le recours à la subdélégation. Les renseignements recueillis nous ont aidés à nous former une idée de la façon de traiter les risques liés à la négociation électronique et, en particulier, à l'accès électronique direct. Nous souhaitons remercier tous les intervenants qui ont participé à ces rencontres.

1. *Obligations des participants au marché*

Le projet de règlement imposerait des obligations aux participants au marché⁶ qui accèdent aux marchés (bourses et SNP) par voie électronique. Ces obligations visent à ce que les participants au marché soient dotés des politiques, procédures et contrôles appropriés pour éviter ou gérer les risques décrits ci-dessus. Les obligations s'appliquent à toutes les opérations effectuées par voie électronique par le participant au marché ou par un

⁵ Le projet de règlement traite de certains des risques de la négociation à haute fréquence. D'autres questions, dont l'incidence des stratégies de négociation à haute fréquence sur le marché, sont à l'étude dans certains territoires membres des ACVM.

⁶ L'article 1.1 du Règlement 21-101 définit le « participant au marché » comme un membre d'une bourse, un utilisateur d'un système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations ou un adhérent d'un SNP ».

client avec accès électronique direct qui saisit des ordres en se servant d'un identificateur participant au marché.

i) Contrôles, politiques et procédures du participant au marché

Le projet de règlement obligerait le participant au marché à établir, maintenir et faire respecter des contrôles, des politiques et des procédures de gestion des risques et de surveillance appropriés et conçus pour gérer les risques financiers, réglementaires et autres qui sont associés à l'accès au marché ou à l'octroi de l'accès électronique direct à des clients⁷.

Le participant au marché qui établit des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance a les obligations suivantes :

- il veille à ce que le flux d'ordres soit surveillé, notamment grâce à des contrôles automatisés avant les opérations et à une surveillance régulière après les opérations qui limitent systématiquement le risque financier et assurent le respect des exigences des marchés et obligations réglementaires⁸;
- il en conserve le contrôle direct et exclusif⁹;
- il évalue et documente régulièrement leur convenance et leur efficacité¹⁰.

Les politiques et procédures doivent être mises par écrit et les contrôles, qui devraient être électroniques, faire l'objet d'une description écrite documentée par le participant au marché¹¹.

Ces obligations s'appliqueraient à l'ensemble de la négociation électronique, y compris à l'accès électronique direct, et auraient pour effet que tous les ordres dont le participant au marché est responsable soient assujettis à des politiques, à des procédures et à des contrôles. Nous les proposons parce que nous sommes d'avis que les risques liés à la négociation électronique par l'accès électronique direct sont également présents lorsque le participant au marché saisit les ordres par voie électronique. Elles limiteraient les risques financiers, réglementaires et autres associés aux activités de négociation électronique tant des clients que des courtiers.

Le projet de règlement présente un certain nombre de contrôles précis dont doit se doter le participant au marché. Il exigerait expressément que les contrôles ou les exigences remplissent les conditions suivantes :

- empêcher la saisie d'ordres qui excèdent les seuils appropriés de crédit ou de capital préétablis;
- empêcher la saisie d'ordres erronés selon les paramètres de cours ou de taille établis;
- assurer le respect des exigences des marchés et obligations réglementaires avant et après les opérations;
- limiter la saisie des ordres aux titres qu'un participant au marché ou un client avec accès électronique direct donné est autorisé à négocier;
- limiter l'accès à la négociation aux seules personnes autorisées par le participant au marché;

⁷ Sous-paragraphes *a* du paragraphe 1 du projet d'article 3.

⁸ Paragraphes 2 et 3 du projet d'article 3.

⁹ Paragraphe 4 du projet d'article 3.

¹⁰ Paragraphe 6 du projet d'article 3.

¹¹ Sous-paragraphes *b* du paragraphe 1 du projet d'article 3.

- garantir au personnel responsable de la conformité du participant au marché la réception immédiate de l'information sur les ordres et les opérations;
- permettre au participant au marché d'arrêter ou d'annuler immédiatement un ou plusieurs ordres que lui-même ou le client avec accès électronique direct a saisis;
- permettre au participant au marché de suspendre ou d'annuler immédiatement l'accès électronique direct de tout client avec accès électronique direct;
- avoir pour effet que la saisie des ordres ne nuit pas au bon ordre et à l'équité des marchés¹².

Nous signalons qu'en vertu du projet de règlement, le participant au marché pourrait recourir aux technologies d'un tiers pour établir ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, pourvu que le tiers en question soit indépendant de tout client avec accès électronique direct du participant au marché et que le participant au marché conserve la gestion directe et exclusive des contrôles, politiques et procédures, notamment de l'établissement et du réglage des limites des filtres.

ii) Attribution du contrôle sur les contrôles, politiques et procédures

En vertu du projet de règlement, le participant au marché devrait conserver le contrôle direct et exclusif sur ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance¹³. Toutefois, dans certains cas précis, nous proposons de permettre au courtier participant d'attribuer, dans la mesure du raisonnable, le contrôle sur les contrôles, politiques et procédures qu'il détermine à un autre courtier en placement qui achemine des ordres au participant au marché¹⁴. Cette latitude vise les cas où le courtier en placement se trouve mieux placé pour gérer les risques liés à ses opérations en raison de sa proximité avec les clients et de sa connaissance des clients. De plus, il est davantage en mesure de s'acquitter de certaines obligations, comme la convenance au client et la connaissance du client. L'attribution du contrôle fait l'objet d'une entente écrite et d'une évaluation approfondie et continue, par le courtier participant, visant l'efficacité des contrôles, politiques et procédures du courtier en placement. Cependant, elle ne saurait décharger le courtier participant des obligations générales qui lui incombent en vertu du projet de règlement.

iii) Utilisation de systèmes automatisés de production d'ordres

Le projet de règlement imposerait des obligations en matière d'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres¹⁵. Un système automatisé de production d'ordre est défini comme « tout système utilisé par un participant au marché ou par un client d'un participant au marché afin de produire automatiquement des ordres selon des paramètres préétablis »¹⁶. En particulier, le projet de règlement exigerait que, dans l'application de ses contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance, le participant au marché ait les connaissances et la compréhension nécessaires au sujet des systèmes automatisés de production d'ordres que lui-même ou les clients utilisent. Nous reconnaissons qu'une grande partie de l'information détaillée concernant les systèmes automatisés de production d'ordres du client peut être considérée comme privée et de nature exclusive. Toutefois, l'obligation proposée vise à faire en sorte que le participant au marché dispose de suffisamment d'information pour relever et gérer les risques qu'ils présentent pour lui. Les systèmes automatisés de production d'ordres du participant au marché ou de son client avec accès électronique direct devraient également être soumis,

¹² Paragraphe 3 du projet d'article 3.
¹³ Paragraphe 4 du projet d'article 3.
¹⁴ Projet d'article 4.
¹⁵ Projet d'article 5.
¹⁶ Projet d'article 1.

avant leur utilisation et de façon régulière, à des tests conformes aux pratiques commerciales prudentes.

De même, le projet de règlement exigerait que les contrôles permettent au participant au marché d'empêcher immédiatement que les ordres produits atteignent un marché¹⁷. Il est important de prévoir cette obligation pour que les participants au marché soient en mesure de désactiver un algorithme ou un système automatisé de production d'ordres qui envoie des ordres erronés pouvant nuire au bon ordre et à l'équité des marchés.

2. *Obligations expressément applicables à l'accès électronique direct*

Le projet de règlement encadrerait l'octroi de l'accès électronique direct. Les ACVM estiment qu'il est important d'instaurer dans l'ensemble du marché un régime uniforme s'appliquant à tous les participants au marché qui encadrerait l'octroi et l'utilisation de l'accès électronique direct afin que les risques soient gérés de façon adéquate. De plus, la mise en œuvre d'un régime uniforme réduit le risque d'arbitrage entre les courtiers participants qui octroient l'accès électronique direct ainsi qu'entre les marchés dont les normes ou les exigences diffèrent.

Notre position s'appuie sur le principe voulant que les participants au marché, y compris les courtiers participants, sont responsables de tous les ordres portant leur identificateur participant au marché qui sont saisis sur un marché. Le courtier participant qui choisit de fournir son numéro à un client a la responsabilité de veiller à ce que les risques en découlant soient gérés adéquatement. À cette fin, il doit évaluer sa propre tolérance au risque et élaborer des politiques, des procédures et des contrôles visant à réduire les risques auxquels il s'expose. Il devrait en outre établir des normes minimales appropriées, évaluer les besoins de formation et veiller à ce que chaque candidat à l'accès électronique direct fasse l'objet d'un contrôle diligent.

i) Octroi de l'accès électronique direct

Pour gérer les risques liés à l'accès électronique direct, les courtiers participants doivent notamment exercer un contrôle diligent à l'égard des clients à qui ils octroient ce type d'accès. Le contrôle diligent est un moyen de défense essentiel dans la gestion de bon nombre des risques exposés ci-dessus, et nécessite un examen approfondi des clients susceptibles d'accéder aux marchés sous un identificateur participant au marché. Le projet de règlement prévoit que seul le courtier participant, défini comme un participant au marché qui est courtier en placement, peut octroyer l'accès électronique direct¹⁸. La raison en est que, selon nous, cette activité entraîne l'obligation d'inscription prévue par la législation en valeurs mobilières.

En vertu du projet de règlement, l'accès électronique direct ne peut être fourni qu'à une personne inscrite qui est courtier participant (c'est-à-dire un participant au marché qui est un courtier en placement inscrit et membre de l'OCRCVM) ou un gestionnaire de portefeuille. Nous proposons de faire en sorte que le courtier sur le marché dispensé ne puisse agir en qualité de client avec accès électronique direct étant donné que, selon nous, le courtier souhaitant obtenir l'accès électronique direct ne devrait pas avoir la possibilité de se soustraire aux Règles universelles d'intégrité du marché (RUIM) et devrait être membre de l'OCRCVM. Autrement dit, cette exclusion préviendrait l'arbitrage réglementaire. Elle n'empêcherait pas le courtier qui n'est pas courtier participant d'acheminer des ordres à un courtier exécutant, mais lui interdirait seulement l'accès électronique direct. **Nous invitons les intéressés à faire part de leur opinion sur cette question en particulier.**

Nous n'avons pas proposé expressément d'exclure les personnes physiques des candidats possibles à l'accès électronique direct. Nous estimons que les investisseurs individuels ne devraient pas se servir de l'accès électronique direct mais plutôt acheminer leurs ordres par l'entremise de comptes d'exécution d'ordre offerts par des courtiers

¹⁷ Sous-paragraphe c du paragraphe 2 du projet d'article 5

¹⁸ Paragraphe 1 du projet d'article 6.

exécutants et assujettis aux exigences en matière de surveillance prévues expressément par les règles des courtiers membres de l'OCRCVM¹⁹. Ceci dit, il arrive parfois que des investisseurs individuels possèdent des connaissances poussées et aient accès à des technologies permettant l'accès électronique direct (d'anciens négociateurs inscrits ou opérateurs en bourse, par exemple). Dans ces cas, nous nous attendons à ce que le courtier participant octroyant l'accès électronique direct fixe des normes suffisamment élevées pour ne pas s'exposer à un risque excessif. Il pourrait être approprié de fixer des normes plus strictes que celles s'appliquant aux investisseurs institutionnels. Toutes les obligations relatives aux contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance s'appliqueraient alors. **Nous sollicitons des commentaires sur la question de savoir si les personnes physiques devraient être autorisées à utiliser l'accès électronique direct ou si cet accès devrait être limité aux investisseurs institutionnels²⁰ et à un nombre restreint d'autres personnes, par exemple aux anciens négociateurs inscrits ou négociateurs en bourse.**

ii) Obligations applicables aux courtiers participants octroyant l'accès électronique direct

Normes minimales

Le projet de règlement obligerait le courtier participant à fixer des normes appropriées que ses clients devraient respecter avant d'obtenir l'accès électronique direct²¹, dont les suivantes :

- le client dispose de ressources financières suffisantes;
- le client possède les connaissances et la compétence nécessaires pour utiliser le système de saisie d'ordres;
- le client connaît toutes les exigences des marchés et obligations réglementaires et a la capacité de s'y conformer;
- le client a pris les dispositions requises pour surveiller la saisie des ordres par l'accès électronique direct²².

Nous n'avons pas inclus de « liste des clients admissibles » dans le projet de règlement car nous estimons qu'il convient davantage de fixer des normes minimales. Ce point de vue est partagé par d'autres autorités à l'échelle internationale.

Entente écrite

Le projet de règlement exigerait en outre que les courtiers participants concluent une entente écrite avec chaque client avec accès électronique direct²³. L'entente doit prévoir les obligations et les droits qui suivent :

- le client avec accès électronique direct respecte exigences des marchés et obligations réglementaires;
- le client avec accès électronique direct respecte les limites en matière de produits et de crédit ou les autres limites financières précisées par le courtier participant;
- le client avec accès électronique direct assure la sécurité des moyens technologiques et interdit tout accès non autorisé;

¹⁹ Règle 3200 des Règles des courtiers membres de l'OCRCVM.

²⁰ Un investisseur institutionnel peut s'entendre notamment d'un « client institutionnel », au sens des règles régissant les courtiers membres de l'OCRCVM, ou d'un « investisseur qualifié », au sens de la législation canadienne en valeurs mobilières.

²¹ Paragraphe 1 du projet d'article 7.

²² Paragraphe 2 du projet d'article 7.

²³ Projet d'article 8.

- le client avec accès électronique direct collabore avec les autorités de réglementation;
- le courtier participant peut refuser, corriger ou annuler des ordres ou cesser d'en accepter;
- s'il contrevient aux normes minimales établies par le courtier participant ou s'attend raisonnablement à ne pas les respecter, le client avec accès électronique direct l'en informe;
- lorsqu'il effectue des opérations pour le compte de ses clients, le client avec accès électronique direct veille à acheminer les ordres de ses clients par ses systèmes;
- lorsqu'il effectue des opérations pour le compte de ses clients, le client avec accès électronique direct veille à ce que ceux-ci respectent les normes établies par le courtier participant et à conclure avec eux une entente écrite.

Il s'agit des obligations minimales qui, selon les ACVM, sont essentielles à l'encadrement de l'octroi de l'accès électronique direct. Les courtiers participants sont libres d'imposer les autres conditions qu'ils jugent nécessaires pour gérer les risques liés à l'accès électronique direct.

Formation des clients avec accès électronique direct

Avant d'octroyer l'accès électronique direct à un client, le courtier participant doit également s'assurer que celui-ci a une connaissance suffisante des exigences des marchés et obligations réglementaires²⁴. Lorsqu'il évalue le niveau de connaissances du client, le courtier participant doit déterminer la formation dont celui-ci a besoin pour gérer les risques auxquels le courtier participant et le marché en général sont exposés du fait de l'octroi de l'accès électronique direct.

Contrairement au projet de modification de 2007, nous ne prescrivons pas expressément les cours que doit suivre le candidat à l'accès électronique direct. Nous estimons que, dans le cadre de sa gestion des risques, le courtier participant devrait définir lui-même le niveau de connaissances qu'un client devrait posséder pour obtenir l'accès électronique dans le contexte transactionnel canadien. Cette position est en accord avec le principe selon lequel chaque courtier doit évaluer sa propre tolérance au risque lorsqu'il établit ses normes et ses politiques et procédures en matière d'accès électronique direct.

Identificateurs clients

Pour connaître l'identité du client derrière chaque ordre, le projet de règlement exigerait également l'attribution à chaque client avec accès électronique direct d'un identificateur unique devant être joint à chaque ordre et qui serait conservé pour les besoins de la piste de vérification²⁵. Nous nous attendons à ce que le courtier participant collabore avec les différents marchés pour obtenir ces identificateurs et à ce que chaque ordre saisi au moyen de l'accès électronique direct par un client avec accès électronique direct sur un marché contienne cet identificateur. À l'heure actuelle, certains marchés suivent les opérations effectuées par les clients avec accès électronique direct à l'aide d'un tel identificateur. Cette obligation imposerait son utilisation à tous les courtiers participants.

Le projet de règlement obligerait en outre le courtier participant à fournir l'identificateur client unique à tous les fournisseurs de services de réglementation qui surveillent les activités de négociation (actuellement, l'OCRCVM)²⁶. L'OCRCVM pourrait

²⁴ Projet d'article 9.

²⁵ Projet d'article 10.

²⁶ Sous-paragraphe *a* du paragraphe 2 du projet d'article 10.

ainsi surveiller plus facilement les opérations effectuées par un client avec accès électronique direct auprès de différents participants et sur plusieurs marchés.

Opérations effectuées par les clients avec accès électronique direct

En vertu du projet de règlement, nous avons limité la capacité du client avec accès électronique direct à effectuer des opérations par l'accès électronique direct. En général, ces clients ne peuvent effectuer des opérations que pour leur propre compte lorsqu'ils utilisent l'accès électronique direct fourni par un courtier participant²⁷. Cependant, certains sont autorisés à s'en servir pour effectuer des opérations pour le compte de leurs clients, notamment les courtiers participants, les gestionnaires de portefeuille et les entités analogues qui sont autorisées dans un territoire étranger signataire de l'Accord multilatéral de l'Organisation internationale des commissions de valeurs²⁸. Enfin, nous avons proposé que le client avec accès électronique direct ne puisse pas transférer son accès électronique direct à une autre personne²⁹.

En proposant que certains clients avec accès électronique direct puissent effectuer des opérations pour le compte de leurs clients, nous admettons certains arrangements actuellement en vigueur. Par exemple, les courtiers internationaux utilisent souvent des « concentrateurs » pour regrouper les ordres provenant de diverses filiales avant de les envoyer par l'entremise d'un courtier participant de leur groupe. Le projet de règlement permettrait à des sociétés étrangères du même groupe d'agir comme clients avec accès électronique direct, mais les obligerait à regrouper les ordres des autres sociétés du même groupe et à les acheminer par leurs propres systèmes avant de les envoyer au courtier participant qui les exécute. Nous avons interdit aux sociétés étrangères du même groupe qui ne sont pas des clients avec accès électronique direct d'acheminer des ordres directement au courtier participant, avec lequel elles n'ont aucun contrat ni aucune relation.

Nous avons proposé ces restrictions parce que nous jugeons inapproprié que les clients avec accès électronique direct délèguent leur accès ou permettent à leurs clients de l'utiliser pour envoyer des ordres directement au courtier participant ou au marché. De telles pratiques aggraveraient les risques auxquels est exposé le marché canadien et élargiraient l'accès au marché à des participants qui n'ont aucune incitation ni aucune obligation à se conformer aux obligations réglementaires, aux plafonds financiers ou aux limites en matière de crédit ou de position qui leur sont imposés.

3. Obligations des marchés

Dans le projet de règlement, nous proposons d'imposer aux marchés des obligations concernant la négociation électronique. Bien qu'ils soient déjà assujettis à des obligations relatives aux systèmes³⁰ en vertu du Règlement 21-101, le projet de règlement leur imposerait les obligations supplémentaires suivantes :

- fournir aux participants au marché un accès raisonnable et immédiat à leur information sur les ordres et les opérations;
- être en mesure d'accepter les identificateurs clients;
- disposer de la capacité et du pouvoir d'annuler en totalité ou en partie l'accès fourni au participant au marché ou au client avec accès électronique direct;
- évaluer et documenter régulièrement leurs besoins en matière de contrôles, de politiques et de procédures de gestion des risques et de surveillance pour garantir le bon ordre et l'équité de la négociation;

²⁷ Paragraphe 1 du projet d'article 11.

²⁸ Sous-paragraphe c du paragraphe 2 du projet d'article 11.

²⁹ Paragraphe 5 du projet d'article 11.

³⁰ Partie 12 du Règlement 21-101.

- évaluer et documenter régulièrement la convenance et l'efficacité des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance mis en œuvre;
- empêcher l'exécution des ordres qui excèdent les seuils fixés par le fournisseur de services de réglementation ou par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101;
- confirmer le processus d'annulation, de modification ou de correction des opérations clairement erronées.

Les obligations proposées, avec celles prévues par le Règlement 21-101, constitueront un niveau de protection supplémentaire contre les risques découlant de la négociation électronique, y compris de l'accès électronique direct, et renforceront les contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance exigés par le participant au marché.

i) Information sur les ordres et les opérations

Le projet de règlement prévoit l'obligation pour les marchés de fournir à leurs participants un accès raisonnable et immédiat à l'information sur leurs ordres et opérations³¹. Nous estimons nécessaire de permettre au participant au marché de s'acquitter de ses obligations d'établissement et de mise en œuvre des contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance susmentionnés. Cette obligation fait plus précisément en sorte que le personnel responsable de la conformité du courtier participant obtienne l'information sur les ordres et les opérations des clients avec accès électronique direct dont il a besoin pour surveiller adéquatement les activités de négociation.

ii) Identificateurs clients

Comme il est mentionné ci-dessus, certains marchés exigent actuellement que les ordres provenant des clients avec accès électronique direct soient accompagnés d'un identificateur client unique. Cette obligation normaliserait cette pratique en obligeant tous les marchés, tant les bourses que les SNP, à être en mesure d'accepter ces identificateurs.

iii) Contrôles du marché relatifs à la négociation électronique

Le projet de règlement exigerait des marchés qu'ils possèdent la capacité et le pouvoir d'annuler immédiatement l'accès fourni aux participants au marché ou aux clients avec accès électronique direct³². Cette disposition ne vise pas à permettre aux marchés d'annuler l'accès à leur gré sans justification. Ils pourraient recourir à cette mesure dans le cas, par exemple, où ils découvriraient qu'un algorithme envoie des ordres en boucle. Une telle situation mettrait en danger l'intégrité du courtier participant ainsi que le bon ordre et l'équité du marché concerné. Il est important d'inclure une telle disposition afin de permettre au marché d'annuler l'accès si nécessaire pour éviter qu'une telle situation ne nuise davantage à la qualité de la négociation sur ce marché ou ne se propage aux autres marchés.

Le projet de règlement exigerait également des marchés qu'ils évaluent quels contrôles, politiques et procédures de gestion des risques et de surveillance sont requis, outre les contrôles exigés par leurs participants. Cette obligation vise à faire en sorte que les marchés ne nuisent pas au bon ordre et à l'équité du marché dans son ensemble³³. Ces contrôles, politiques et procédures devraient être évalués régulièrement (au moins une fois par année) pour en vérifier la convenance et l'efficacité³⁴. Cette obligation vise à ce que le

³¹ Projet d'article 12.

³² Paragraphe 1 du projet d'article 14.

³³ Article 14 du projet d'instruction générale.

³⁴ Paragraphe 2 du projet d'article 14.

marché ait connaissance des contrôles de gestion des risques et de surveillance exigés par ses participants et évalue la présence de lacunes. Le marché doit corriger les lacunes en imposant de nouvelles règles à ses participants ou en mettant lui-même des contrôles en place.

iv) *Seuils appliqués par le marché*

Le projet règlement prévoirait également l'obligation pour les marchés d'empêcher l'exécution des ordres qui excèdent certains seuils fixés par le fournisseur de service de réglementation ou par la bourse reconnue ou le système reconnu de cotation et de déclaration d'opérations qui surveille directement la conduite de ses membres ou de ses utilisateurs et applique les règles prévues au paragraphe 1 des articles 7.1 et 7.3, respectivement, du Règlement 23-101³⁵. Ces seuils viseraient à limiter les risques liés aux ordres erronés ou aux saisies erronées qui ont un effet sur le cours d'un titre donné sur le marché concerné et portent atteinte au bon ordre et à l'équité du marché dans son ensemble. L'obligation proposée est l'une des réponses aux événements du 6 mai 2010. Nous estimons nécessaire de normaliser les seuils sur tous les marchés et considérons que le fournisseur de services de réglementation, le cas échéant, est le mieux placé pour les fixer. Selon nous, ces seuils renforceraient la proposition de l'OCRCVM visant l'adoption de coupe-circuits applicables à des titres individuels publiée en novembre 2010 et à la capacité actuelle de cet organisme à prononcer des interruptions réglementaires de la cotation.

v) *Opérations clairement erronées*

Selon nous, l'ensemble des contrôles exigés par le projet de règlement devraient prévenir de nombreux ordres erronés. Nous avons toutefois inclus l'obligation supplémentaire pour le marché d'avoir la capacité d'annuler, de modifier ou de corriger un ordre de son propre chef ou sur instruction de son fournisseur de services de réglementation³⁶. Le projet de règlement établirait en outre les circonstances dans lesquelles le marché peut prendre une telle mesure dans le cas où il recourt à un fournisseur de services de réglementation, à savoir :

- son fournisseur de services de réglementation lui en donne instruction;
- l'annulation, la modification ou la correction est demandée par l'une des parties à l'opération, les deux parties y consentent et le fournisseur de services de réglementation en a été avisé;
- l'annulation, la modification ou la correction est nécessaire pour corriger un problème technique dans l'exécution de l'opération, et le fournisseur de services de réglementation l'a autorisée.

De plus, le marché doit être doté de politiques et de procédures raisonnables exposant clairement les processus appliqués pour annuler, modifier ou corriger un ordre, et il doit les rendre publiques³⁷.

4. *Autres autorités*

Pour élaborer le projet de règlement, nous avons étudié avec soin certaines initiatives à l'échelle internationale, notamment le Rule 15c3-5, *Risk Management Controls for Brokers or Dealers with Market Access*, adopté par la SEC en novembre 2010³⁸, le rapport définitif du comité permanent de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) intitulé « *Principles for Direct Electronic Access to Markets* », publié en août 2010³⁹ (le « rapport de l'OICV »), le *Consultation Paper 145: Australian Equity*

³⁵ Projet d'article 15.

³⁶ Projet d'article 16.

³⁷ Paragraphe 3 du projet d'article 16.

³⁸ Publié à l'adresse <http://www.sec.gov/rules/final/2010/34-63241.pdf>

³⁹ Publié à l'adresse <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>

*Market Structure: Proposals*⁴⁰ de l'Australian Securities and Investments Commission (ASIC) et la révision de la *Directive concernant les marchés d'instruments financiers* (la « directive MIF ») de la Commission européenne, publiée en décembre 2010⁴¹.

Le rapport de l'OICV énonce les principes devant guider les autorités qui permettent ou songent à permettre l'accès électronique direct. Ces principes comprennent les normes financières minimales applicables aux clients avec accès électronique direct, la conclusion d'une entente ayant force obligatoire entre le participant au marché fournissant l'accès au marché et le client avec accès électronique direct, et la présence de contrôles efficaces de gestion des risques liés à la négociation électronique, tant au niveau du marché qu'à celui du participant au marché. Les obligations du projet de règlement concordent avec les principes établis par l'OICV.

Aux États-Unis, le Rule 15c3-5 prévoit que les courtiers ayant accès aux négociations sur le marché, notamment ceux qui octroient l'accès électronique direct, ont l'obligation de mettre en place des contrôles de gestion des risques et des procédures de surveillance raisonnablement conçus pour gérer les risques financiers, réglementaires et autres associés à cette activité. Ce règlement interdit effectivement aux courtiers de donner libre accès à un marché quelconque.

En Australie, le *Consultation Paper 145* de l'ASIC est similaire au projet de règlement, en ce sens qu'il exigerait du participant au marché fournissant l'accès électronique direct qu'il veille à ce que les clients répondent à des normes minimales concernant les ressources financières ainsi que la compétence en matière d'obligations réglementaires et d'utilisation des systèmes. Il existe en outre des similitudes en ce qui touche l'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres, les deux textes réglementaires prévoyant pour les participants et les courtiers participants des obligations visant à faire en sorte que ces systèmes ne nuisent pas au bon ordre et à l'équité de la négociation, que tous les systèmes automatisés de production d'ordres utilisés par le participant ou son client soient soumis à des tests appropriés et que leur nature soit bien comprise.

La révision de la directive MIF que propose la Commission européenne comprend des obligations relatives à la négociation automatisée, qui y est définie comme suit : [TRADUCTION] « toute négociation comportant l'utilisation d'algorithmes informatiques afin d'établir un ou l'ensemble des aspects de l'exécution de l'opération, notamment le moment, la quantité et le prix »⁴². La révision propose d'introduire des obligations pour les sociétés qui participent à la négociation automatisée, à savoir posséder des contrôles des risques rigoureux afin de réduire les erreurs éventuelles des systèmes de négociation et informer les autorités de réglementation des algorithmes informatiques utilisés, entre autres en leur en expliquant l'objet et le fonctionnement. En ce qui a trait à l'accès électronique direct, la révision recommande que les sociétés qui octroient un accès parrainé (« *sponsored access* ») aux systèmes de négociation automatisés soient dotées également de filtres et de contrôles des risques rigoureux afin de détecter les erreurs ou les tentatives d'utilisation abusive des installations.

IV. POUVOIR RÉGLEMENTAIRE

Dans les territoires où le projet de règlement doit être pris, la législation en valeurs mobilières confère à l'autorité en valeurs mobilières le pouvoir réglementaire concernant l'objet du texte.

⁴⁰ Publié à l'adresse [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/cp-145.pdf/\\$file/cp-145.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/cp-145.pdf/$file/cp-145.pdf)

⁴¹ Publié à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf (en anglais seulement)

⁴² Publié à l'adresse http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf, page 15 (en anglais seulement).

V. COMMENTAIRES ET QUESTIONS

Les intéressés sont invités à présenter des commentaires écrits sur le projet de *Règlement 23-103 sur la négociation électronique et l'accès électronique direct aux marchés*.

Veillez adresser vos commentaires aux commissions membres des ACVM ci-dessous au plus tard le 8 juillet 2011 :

Alberta Securities Commission
 Autorité des marchés financiers
 British Columbia Securities Commission
 Commission des valeurs mobilières du Manitoba
 Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick
 Nova Scotia Securities Commission
 Surintendant des valeurs mobilières, Ministère de la Justice, Gouvernement des Territoires du Nord-Ouest
 Surintendant des valeurs mobilières, Yukon
 Surintendant des valeurs mobilières, Nunavut
 Superintendent of Securities, Consumer, Corporate and Insurance Services, Office of the Attorney General, Île-du-Prince-Édouard
 Saskatchewan Financial Services Commission
 Superintendent of Securities, Government Services, Terre-Neuve-et-Labrador
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

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

et

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

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

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

Serge Boisvert
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4358
 serge.boisvert@lautorite.qc.ca

Élaine Lanouette
 Autorité des marchés financiers
 514-395-0337, poste 4356
 elaine.lanouette@lautorite.qc.ca

Sonali GuptaBhaya
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-2331
 sguptabhaya@osc.gov.on.ca

Barbara Fydell
 Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
 416-593-8253
 bfydell@osc.gov.on.ca

Tracey Stern
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-593-8167
tstern@osc.gov.on.ca

Kent Bailey
Commission des valeurs mobilières de
l'Ontario
416-595-8945
kbailey@osc.gov.on.ca

Meg Tassie
British Columbia Securities Commission
604-899-6819
mtassie@bcs.bc.ca

Lorenz Berner
Alberta Securities Commission
403-355-3889
lorenz.berner@asc.ca

Le 8 avril 2011

Annexe A

Résumé des commentaires sur les projets de règlement modifiant le Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché et le Règlement 23-101 sur les règles de négociation relatifs à l'accès électronique direct et réponses des Autorités canadiennes en valeurs mobilières

<i>Commentaires</i>	<i>Réponse des ACVM</i>
<p><i>Définition d'« accès parrainé par un courtier »</i></p> <p>Un intervenant a souligné que les mots « connexion électronique » et « l'accès au système d'acheminement des ordres » dans la définition d'« accès parrainé par un courtier » peuvent être interprétés de façon très large et inclure à peu près n'importe quel ordre transmis à un courtier et que, pris littéralement, ils pourraient englober les ordres pour lesquels aucun négociateur n'intervient, mais qui ne sont clairement pas des cas d'accès direct au marché (c'est-à-dire des cas de négociation algorithmique, de transactions déclenchées par ordinateur et de négociation de listes de titres). Il est d'avis qu'il est important de préciser que les obligations relatives à l'accès direct au marché ne viseraient que l'accès parrainé des organisations non participantes dans le cas où il ne peut y avoir intervention de l'organisation participante parrainante.</p>	<p>Le projet de règlement a été élaboré dans le but d'étendre la portée du projet de modification de 2007 afin de réglementer la négociation électronique en général et de traiter de l'accès électronique direct en particulier. Nous estimons que ces deux activités ont en commun de nombreux risques.</p>
<p>Question 24 : Les clients bénéficiant d'un DMA devraient-ils être tenus de respecter les mêmes obligations que les adhérents avant de pouvoir accéder au marché?</p>	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponse des ACVM</i>
<p>De l'avis de la majorité des intervenants, les clients bénéficiant d'un DMA ne devraient pas être tenus de respecter les mêmes obligations que les adhérents. Nombre d'entre eux considèrent que la responsabilité finale des opérations effectuées par les clients bénéficiant d'un DMA devrait toujours incomber aux adhérents.</p> <p>Les raisons citées à l'appui de cette position comprennent les suivantes : i) ce sont les adhérents qui sont les mieux placés pour imposer par contrat des normes à leurs clients bénéficiant d'un DMA et surveiller leurs activités de négociation.</p> <p>ii) imposer des obligations supplémentaires au client entraînerait le dédoublement inutile des coûts et des efforts et il deviendrait difficile de déterminer qui a la responsabilité finale de veiller au respect des différentes règles;</p>	<p>Le projet de règlement marque un changement de position par rapport au projet de modification de 2007, puisqu'il tiendrait les participants au marché responsables de la gestion des risques associés à la négociation électronique, que les ordres émanent d'eux ou de tout client avec accès électronique direct.</p> <p>Nous proposons que le courtier participant octroyant l'accès électronique direct établisse des normes appropriées et évalue si le client y répond avant de lui fournir cet accès.</p> <p>Le projet de règlement autoriserait le courtier participant à attribuer, dans la mesure du raisonnable, les contrôles de gestion des risques et de surveillance qu'il détermine à un client avec accès électronique direct qui est courtier en</p>

<p>iii) l'obligation proposée réduirait la négociation par accès direct au marché sur les marchés canadiens et encouragerait les clients bénéficiant d'un DMA à négocier des titres intercotés sur des marchés étrangers, ce qui nuirait ensuite aux marchés canadiens.</p> <p>Deux intervenants ont fait remarquer que les États-Unis ne réglementent pas de la sorte les clients bénéficiant d'un DMA en ce qui a trait à l'accès aux marchés.</p> <p>Un intervenant a proposé d'attribuer un identificateur unique à chaque client bénéficiant d'un DMA pour permettre à SRM de surveiller l'activité du client auprès des participants et sur les marchés et estime que cette mesure devrait répondre aux questions d'ordre réglementaire au sujet de la négociation par accès direct au marché. Il estime également que la capacité du marché d'annuler les privilèges d'accès à la négociation des clients bénéficiant d'un DMA est suffisante pour que ces derniers se conforment aux demandes de SRM formulées après enquête et qu'il n'est pas nécessaire que SRM et ces clients concluent des contrats.</p> <p>Un intervenant a indiqué s'opposer fortement à l'idée d'obliger les clients bénéficiant d'un DMA à conclure une entente avec le fournisseur de services de réglementation ou de les assujettir à d'autres obligations allant plus loin que les règles générales d'intégrité du marché sur les points suivants : les principes de négociation justes et équitables, l'interdiction visant la manipulation ou les pratiques trompeuses de négociation et les ordres et transactions irréguliers. Afin de suivre une approche similaire à celle des États-Unis, cet intervenant propose que le fardeau de veiller au respect des règles d'intégrité du marché applicables et de fournir de la formation aux utilisateurs revienne au parrain. Il pourrait être stipulé dans un contrat entre le parrain et l'utilisateur, au besoin.</p> <p>Deux intervenants ont mentionné que le client bénéficiant d'un DMA peut se trouver dans l'impossibilité de vérifier si ses ordres ont effectivement été acheminés et désignés correctement, puisque ceux-ci doivent d'abord transiter par les systèmes de</p>	<p>placement. Cette attribution serait stipulée dans une entente écrite de façon à ce qu'il ne subsiste aucun doute quant à la partie ayant la responsabilité finale.</p> <p>Selon nous, le projet de règlement n'est pas beaucoup plus restrictif que ne l'est la réglementation en vigueur dans d'autres pays et les activités de négociation ne devraient pas se déplacer vers des marchés étrangers.</p> <p>Le Rule 15c3-5 des États-Unis établit un régime d'encadrement analogue à celui du projet de règlement.</p> <p>Les ACVM sont d'avis que, grâce à l'obligation proposée selon laquelle le courtier participant est tenu d'attribuer à chaque client avec accès électronique direct un identificateur client et de s'assurer que cet identificateur est joint à chaque ordre acheminé par accès électronique direct, le fournisseur de services de réglementation pourra suivre efficacement les activités de négociation par accès électronique direct.</p> <p>Le projet de règlement n'exigerait pas la conclusion de contrats entre le fournisseur de services de réglementation et le client avec accès électronique direct. Le courtier participant doit fournir au fournisseur de services de réglementation tous les identificateurs clients et le nom des clients auxquels ils se rattachent.</p>
---	--

<p>l'organisation participante, et qu'il ne peut être tenu responsable de toute infraction aux règles d'ordre technique découlant de problèmes techniques rencontrés par la société parrainante.</p> <p>Quelques intervenants sont d'accord avec la position selon laquelle les clients bénéficiant d'un DMA devraient avoir les mêmes obligations que tous les autres participants.</p> <p>Un intervenant estime que seuls les participants inscrits en bonne et due forme et les adhérents d'un SNP autorisés devraient bénéficier de l'accès direct au marché afin de garantir le bon ordre et l'équité du marché dans son ensemble.</p> <p>Formation</p> <p>Certains intervenants ont indiqué que l'obligation de formation à laquelle les clients bénéficiant d'un DMA sont tenus devrait être pertinente et que le Cours de formation à l'intention des négociateurs de l'Institut canadien des valeurs mobilières actuellement en vigueur ne convient pas, puisqu'il n'est souvent pas à jour et couvre davantage de matière que celle qui est pertinente pour eux. Selon deux intervenants, les règles actuelles de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX sur l'accès électronique direct, qui obligent le courtier à fournir de la formation et des mises à jour, suffisent à faire en sorte que les clients reçoivent la formation requise. Un intervenant a proposé que les autorités de réglementation fixent une norme plus élevée et définissent plus clairement leurs attentes quant à la matière que devraient couvrir les programmes de formation exigés, et offrent du soutien aux clients bénéficiant d'un DMA en publiant des avis et des mises à jour de la réglementation à leur intention.</p> <p>Un intervenant s'oppose à l'obligation pour le client bénéficiant d'un DMA de suivre un cours de formation normalisé à l'intention des négociateurs, soutenant qu'elle constituerait un obstacle, particulièrement si chaque autorité devait imposer un cours de formation précis pour accéder aux marchés dans son territoire. Il a proposé que les clients étrangers bénéficiant d'un DMA soient dispensés d'une telle obligation, le cas échéant. Un autre intervenant a indiqué qu'une formation visant l'atteinte d'un niveau aussi élevé de compétence en matière de négociation n'est pas justifiée compte tenu du volume des opérations</p>	<p>Le projet de règlement prévoit que le courtier participant ne peut octroyer l'accès électronique direct à une personne inscrite qui n'est pas courtier participant ou gestionnaire de portefeuille.</p> <p>Le projet de règlement ne prévoit pas expressément d'obligations ni de niveaux minimaux de formation pour les clients avec accès électronique direct. Le courtier participant serait alors tenu de s'assurer que le client a une connaissance adéquate du marché concerné et des obligations réglementaires applicables ainsi que des normes qu'il a établies.</p>
--	--

effectuées actuellement par ces clients.	
Question 25 : Les obligations concernant les participants parrainés par un courtier devraient-elles s'appliquer lorsque les produits négociés sont des titres à revenu fixe? Des dérivés? Pour quelles raisons?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponse des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que l'obligation concernant les participants parrainés par un courtier ne devrait pas s'appliquer aux produits hors cote tels que les titres à revenu fixe et les dérivés. Les raisons invoquées comprennent les suivantes : il n'existe pas de registre central des ordres affichant les prix en toute transparence, la structure des titres à revenu fixe et des dérivés non négociés en bourse est fondamentalement différente de celle des titres de capitaux propres et le fardeau réglementaire perçu pourrait décourager les participants parrainés par un courtier de les utiliser au moment où on constate une plus grande utilisation des moyens électroniques et un accroissement de la transparence sur les marchés hors cote au Canada. Un intervenant a aussi affirmé que l'obligation proposée pourrait freiner l'innovation sur ces marchés et placer le marché canadien dans une position concurrentielle désavantageuse par rapport au marché américain, étant donné qu'il n'existe pas d'obligations réglementaires similaires aux États-Unis.</p> <p>Un intervenant estime que tous les actifs et tous les marchés devraient être assujettis aux mêmes obligations.</p>	<p>Le projet de règlement s'applique à tous les titres négociés sur un marché au sens du <i>Règlement 21-101 sur le fonctionnement du marché</i> (le « Règlement 21-101 »). La question de savoir s'il devrait s'appliquer à la négociation électronique d'autres produits sera étudiée ultérieurement.</p>
Question 26 : Est-ce que votre point de vue sur la compétence du fournisseur de services de réglementation (par exemple, SRM pour les adhérents d'un SNP ou une bourse pour les clients bénéficiant d'un DMA) changerait si celle-ci était limitée à certaines circonstances? Par exemple, si les commissions des valeurs mobilières étaient les organismes de réglementation compétents en matière de répression des infractions ayant trait à la manipulation et à la fraude?	
<i>Commentaires</i>	<i>Réponse des ACVM</i>
<p>Nombre d'intervenants estiment que SRM ne devrait pas avoir compétence sur les clients bénéficiant d'un DMA. Certains craignent qu'en les traitant comme des personnes ayant droit d'accès, les courtiers américains qui sont des clients bénéficiant d'un DMA mettent fin à leurs activités de négociation sur les marchés canadiens, ce qui pourrait réduire la liquidité et entraîner des écarts plus grands sur ceux-ci.</p>	<p>Pour le moment, les ACVM ne proposent pas d'étendre la compétence du fournisseur de services de réglementation à tous les clients avec accès électronique direct.</p>

Un intervenant a avancé que l'instauration au Canada d'un nouveau régime dispendieux donnant aux autorités de réglementation canadiennes compétence sur les clients américains des courtiers canadiens enverrait un message contraire à l'objectif de libre négociation des titres et pourrait jouer sur la possibilité que la SEC propose au Canada une entente de reconnaissance mutuelle.

Un intervenant a indiqué que les liens contractuels entre le client bénéficiant d'un DMA et SRM entraînent effectivement la nouvelle obligation pour le client de s'inscrire auprès de cet organisme et qu'on devrait reconnaître que, dans certains cas, il est possible que le client ne soit pas autorisé à signer un contrat avec un organisme d'autoréglementation. Il a signalé en outre que le processus de passation et l'administration de ces contrats doivent être clairement définis puisque, souvent, le client bénéficiant d'un DMA a recours à plusieurs courtiers et que les employés ont accès à des marchés différents selon le courtier.

Selon un autre intervenant, SRM devrait avoir compétence sur les clients bénéficiant d'un DMA pour l'application de la Règle 2.2 des RUIM et communiquer avec le participant inscrit parrainant pour toute autre question les concernant.

Deux intervenants ont affirmé que l'autorité provinciale en valeurs mobilières est l'organisme approprié pour réglementer les clients bénéficiant d'un DMA ainsi que les autres entités qui ne sont pas membres de l'Association des courtiers en valeurs mobilières ou d'une bourse.

Bien que réticent à l'idée d'imposer à chaque utilisateur bénéficiant d'un DMA qu'il conclut une entente avec le fournisseur de services de réglementation, un intervenant a indiqué que de telles ententes devraient se limiter à un bref énoncé de principes généraux et que leur contenu ne devrait pas être négociable afin d'éviter l'application de normes de réglementation différentes à divers participants au marché.

Quelques intervenants estiment que tous les participants devraient être assujettis aux mêmes règles appliquées par les mêmes organismes de réglementation pour en garantir l'application uniforme. Un intervenant soutient qu'à l'heure actuelle, la compétence réglementaire est trop morcelée et estime que SRM devrait être l'autorité de

<p>réglementation principale ayant compétence en ce qui a trait à tous les niveaux d'infraction en matière de négociation et sur toute partie ayant accès au marché.</p>	
<p>Question 27 : Les modifications proposées pourraient-elles inciter les participants parrainés par un courtier à choisir d'autres voies d'accès au marché, notamment des moyens plus traditionnels (comme le téléphone), des marchés étrangers (pour les titres intercotés) ou de multiples niveaux de DMA (par exemple, un client bénéficiant d'un DMA qui fournit un accès à d'autres personnes)?</p>	
<p><i>Commentaires</i></p>	<p><i>Réponse des ACVM</i></p>
<p>La grande majorité des intervenants ayant répondu à cette question estiment que les modifications proposées pourraient inciter les clients bénéficiant d'un DMA à se passer de courtier et à trouver d'autres voies d'accès au marché canadien. Un petit nombre d'intervenants ont signalé que les courtiers étrangers, en particulier, pourraient choisir de ne pas effectuer d'opérations au Canada s'ils devaient être assujettis à un autre régime réglementaire local.</p> <p>Un intervenant a indiqué que, même si les modifications proposées ne prévoient pas la communication d'information sur les stratégies de négociation ou la gestion des ordres, les obligations de cette nature feraient dévier le flux des ordres acheminés aux marchés canadiens vers d'autres marchés. Un autre a proposé que les clients étrangers passent par un participant inscrit au Canada.</p>	<p>En vertu du projet de règlement, la responsabilité des ordres des clients avec accès électronique direct reposerait sur le courtier participant. Les ACVM ne sont pas d'avis que le projet de règlement inciterait les clients avec accès électronique direct à trouver d'autres moyens d'accéder au marché canadien. Nous soulignons en outre que les obligations relatives à l'accès électronique direct qu'il établirait ne seraient pas très différentes de celles en vigueur dans d'autres territoires et que, selon nous, les courtiers étrangers ne choisiraient pas d'effectuer leurs opérations ailleurs qu'au Canada.</p> <p>Le projet de règlement prévoit des obligations relatives à l'utilisation des systèmes automatisés de production d'ordres, par exemple l'obligation pour tout participant au marché d'avoir les connaissances et la compréhension nécessaires, au sujet des systèmes automatisés de production d'ordres utilisés, pour relever et gérer les risques associés à leur utilisation. Les ACVM reconnaissent qu'une partie de l'information sur les systèmes automatisés de production d'ordres des clients serait considérée comme étant de nature exclusive. Cependant, nous nous attendrions, dans un tel cas, à ce que le courtier participant acquière une connaissance suffisante de ces systèmes pour être en mesure de gérer les risques qu'ils représentent pour lui.</p>

Question 28 : Devrait-on prévoir pour les clients étrangers qui sont des participants parrainés par un courtier une dispense de l'obligation de conclure une entente avec la bourse ou le fournisseur de services de réglementation? Dans l'affirmative, pour quelles raisons et dans quelles circonstances?

<i>Commentaires</i>	<i>Réponse des ACVM</i>
<p>La majorité des intervenants ayant répondu à cette question s'opposent à une telle dispense.</p> <p>Bon nombre ont réitéré leur position selon laquelle il n'est pas nécessaire que les clients bénéficiant d'un DMA s'entendent directement avec SRM et que cela constituerait un obstacle important pour les courtiers et clients étrangers qui souhaitent accéder à nos marchés. Un intervenant soutient que les clients étrangers bénéficiant d'un DMA mettront fin à leurs activités de négociation au Canada s'ils sont tenus de conclure une entente avec un organisme de réglementation étranger.</p> <p>Un intervenant a proposé de ne pas assujettir les clients bénéficiant d'un DMA canadiens et étrangers à des dispositions supplémentaires plus contraignantes que les règles de négociation suivantes : les principes de négociation justes et équitables, l'interdiction de recourir à des pratiques de négociation manipulatrices ou trompeuses et l'interdiction visant les ordres et transactions irréguliers. Il affirme que le parrain du client bénéficiant d'un DMA ou le SNP assume la responsabilité du respect de toutes les autres obligations réglementaires et exigences en matière de conformité.</p> <p>Un certain nombre d'intervenants estiment que tous les participants au marché devraient être traités sur un pied d'égalité, aucun ne devant être avantagé par rapport à un autre.</p>	<p>Le projet de règlement n'obligerait pas les clients étrangers à conclure une entente avec la bourse ou le fournisseur de services de réglementation.</p>

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

<i>Commentaires</i>	<i>Réponse des ACVM</i>
<p>La grande majorité des intervenants qui se sont prononcés sur cette question s'oppose à la création d'une nouvelle catégorie de membre d'une bourse. Certains craignent qu'en raison du fait que, contrairement aux courtiers, un tel membre ne serait pas</p>	<p>Le projet de règlement ne propose pas de nouvelle catégorie d'inscription.</p>

<p>assujetti aux obligations actuelles de surveillance, l'intégrité du marché dans son ensemble serait compromise, à moins que SRM ne l'oblige à exercer le même niveau de surveillance que le courtier classique.</p> <p>Un intervenant appuie la proposition de permettre aux bourses d'établir à leur gré les critères d'admissibilité des membres et de créer des catégories de membres dans le cas où elles souhaiteraient fournir divers types de service à différents types de membres, pourvu que tous les membres bénéficient du niveau d'accès et de fonctionnalité requis.</p>	
---	--

Remarque : Les commentaires sur les questions 1 à 14 et 19 à 23 et les réponses des ACVM ont été publiés le 17 octobre 2008 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol. 5, n° 41. Les commentaires sur les questions 15 à 18 et les réponses des ACVM ont été publiés le 20 juin 2008 dans le Bulletin de l'Autorité des marchés financiers, Vol 5, n° 24.

	Intervenants
1.	Canadian Security Traders Association Inc.
2.	Association canadienne du commerce des valeurs mobilières
3.	Raymond James Ltd.
4.	RBC Gestion d'actifs Inc.
5.	RBC Dominion valeurs mobilières Inc.
6.	Gestion de Placements TD Inc.
7.	Groupe TMX
8.	Perimeter Marchés Inc.
9.	Scotia Capitaux
10.	Highstreet Asset Management
11.	Office d'investissement du RPP
12.	Merrill Lynch
13.	TD Newcrest
14.	Bloomberg Tradebook Canada